Андрей ДИКУШИН,
специалист в области корпоративных финансов и международных слияний и поглощений, основатель FinRobot.com

Мама, мы уже приехали?

Как дети, которые достают родителей бесконечно повторяющимся вопросом по дороге в парк развлечений, аналитики рынка с начала года продолжают мусолить вопрос: когда же начнется коррекция? Действительно, рынок в 2013 году рос как подорванный, по линейке. Старик Рокфеллер, отвечая на вопрос о будущем рынка, конечно, говорил, что он будет колебаться. Однако если посмотреть на количество прибыльных дней у банков за 2013 год, то статистика выходит на уровне 365 из 365 возможных. Это статистически невозможно, но факт. Так где же коррекция? Где эти колебания?

С начала 2014 года уже было несколько откатов. Всякий раз хор голосов, выкрикивающих: «Вот она!» — становился громче. Но великая и побеждающая волна опять сметала свежих медведей. Один за другим последние «шортисты» бросали полотенце. Такое ощущение, что сегодня на рынке естественного баланса вообще не осталось. Все позиционированы исключительно в «длинную». Об этом говорят совершенно глупые цены на акции и спреды на бонды. Обычно период всеобщего оптимизма является сигналом того, что как минимум локальный пик достигнут. Приехали?

К счастью или к сожалению, подобное наблюдение относится к категории правила буравчика: как бы работает, но никогда нельзя точно определить момент. Как сломанные часы показывают правильное время дважды в сутки, всегда постфактум можно сказать, что это было очевидно и абсолютно предсказуемо. И не важно, на каком месте остановились стрелки часов. Вот и сегодня есть четкое ощущение, что механизм сломан. По привычке принято винить в этом центральные банки. Качают ликвидность, гады, и пузырь надувается.

Посмотрим на структуру рынка. Или, точнее, на структуру подъема рынка прошлого года. В отличие от оптической иллюзии, что росли абсолютно все секторы и классы активов, реальность совсем другая. Например, сырьевые стоки как рухнули с пика весны 2011 года, так и продолжают прозябать. Может быть, за исключением «нефтянки», да и то не всей, а где дивидендный выхлоп приличный. То есть существенный сегмент любого портфеля за год-полтора принес либо ноль, либо отрицательный результат. Что же тогда вытянуло индексы?

Особо заметными стали два фланга рынка. С одной стороны, имеем практически «дотком 2.0», где любые вещи, ассоциирующиеся с технологиями, причем с любыми технологиями — от игр до биотека, росли как подорванные. С другой стороны, опережающими темпами росли младшие площадки. Говоря простым языком, рос любой «трешняк». Для наблюдателей рынка это еще один сигнал о пике. Приехали?

Для продолжения повествования имеет смысл перевести дискуссию в плоскость технических терминов. Для математизированных инвесторов нет категории «треша», а есть стоки с высокой и низкой бетой, то есть с мерой системного риска. Высокая бета стока означает, что его колебания по отношению к движению рынка сильнее, а низкая — слабее. Базовая упрощенная модель портфеля, таким образом, предсказывает, что если он набит акциями с высокой бетой, то результат будет эквивалентен инвестициям с долговым рычагом. Проще говоря, если у вас средняя бета по портфелю составляет 2, то за год вы соберете две рыночные премии. Или два убытка.

Последнее обстоятельство важно. Большинство моделей и алгоритмов корректно предсказали тренд на повышение. Вот все и поехали, образно говоря, нагружаться бетой. А дальше, сколько ни строй моделей сферических коней в вакууме, рынок однозначно обладает авторегрессией. Чем больше он растет, тем больше народу (и роботов) продолжают разгонять волну. Причина и следствие замыкаются в круг. Вот вам и краткое описание сюжета прошедшего 2013 года. На этом месте принято говорить, что рынок может отрываться от законов физики бесконечно долго. Опять же популярность подобного тезиса становится максимальной на пике. Приехали?

К сожалению, это не вся история. Все те же математизированные инвесторы (или алгоритмы ими же запрограммированные) понимают, что совсем без риска не бывает. Поэтому покупаются различные страховки от падения. Классической страховкой является опцион типа «пут». Но если все нагружены высокой бетой, то просто покупка пута на индекс не помогает. Почему? Потому, что у такого портфеля есть как риск рынка, так и риск компрессии беты. То есть если высокорисковые стоки опережали рынок в прошлом году, то ситуация вполне может развернуться, и они начнут отставать. Тогда рынок стоит, общерыночный пут не выстреливает, а инвестор получает убыток по портфелю. Это совсем не страховка. В действительности мы уже имеем такую историю. Рынок вроде в плюсе, а большинство самых продвинутых хедж-фондов по результатам отстают или вообще показывают ноль. Но все продолжают играть в статистическую игру, которую им указывает абстрактная модель рынка. Что это значит? Стратегии выстраиваются на основе статистических корреляций. Если простые путы не помогают, то надо искать синтетические решения: если А падает, то Б обычно статистически растет. Покупаем Б, чтобы компенсировать риск по А. Вот она страховка.

Вот тут и скрыта огромная системная проблема: откуда берутся корреляции? Правильно — из прошлого. Причем это вполне наблюдаемая вещь. Статистическая связь работает до тех пор, пока работает. И какое количество формул ни пиши на сей счет, суть в том, что любую кривую из экономического учебника можно описать дифференциалом, но это не меняет сути, что саму кривую изобрел какой-то бородатый дядя в XIX веке. Будет ли эта кривая работать в XXI веке, никто сказать не может.

Но за неимением лучшего народ верит в магию цифр. Формул много, выглядят они умно. Возникает комфорт, что все по запредельной науке.

И теперь, мне кажется, мы действительно приехали. Сегодняшняя ситуация иллюстрируется простой историей с американским sub prime 2008 года. Сам Бернанке на момент краха Bear Sterns говорил, что проблема локальная и не может выплеснуться в большую, системную. Что получилось в итоге, мы знаем. Важно другое: у инвесторов тогда тоже была модель, которая статистически утверждала, что краха рынка недвижимости сразу на всей территории США быть не может, потому что в расчетных корреляциях такого не наблюдалось. В пределах заложенного в модель все были застрахованы. А потом — бац...

Вроде бы на примере осени 2008-го — зимы 2009 года был доказан тезис, что при кризисе все корреляции превращаются в единицу. Иными словами, если жахнуло, то сразу по всей линии фронта, как ни прыгай с фланга на фланг — деваться некуда, если середина не держит. Любой историк-любитель это знает. Однако события пятилетней давности были отметены в сторону как аберрация. Зачем поминать плохое?

Ну, значит, точно приехали. Продавать и уходить в «шорт»? Проблема в том, что в зацикленной машине, на которой сегодня едут инвесторы, совершенно нельзя предсказать, какое колесико отвалится первым. Мое личное ощущение, что фондовый рынок не будет первым. Напуганные 2008 годом, макростратеги из центральных банков явно намерены держать оборону фондового рынка до последнего. Тем более что это не очень сложно. Поэтому невидимый пут, запущенный Бернанке, продолжает работать. Если никто толком не верит в коррекцию, то ее не будет. Без внешнего толчка.

История не повторяется, но рифмуется. Можно написать много формул, но инвестиционный климат — явление эмоциональное. Особо продвинутые люди пытаются и этот фактор втиснуть в алгоритмы, но успеха пока никто не добился. Есть только один упрямый факт, что чем больше эйфория, тем быстрее она сменится паникой.

Что способно вызвать панику? Люди, обладающие интуицией и капиталом, при правильном ответе на этот вопрос могут заработать миллиарды долларов. Как Джон Полсон на том самом крахе sub prime. Стоит только отметить, что даже ему это стоило многих бессонных ночей, пока стратегия теряла деньги в ожидании своего момента славы.

Мои бессонные ночи (в отсутствие капитала, которым обладал Полсон) нашептывают, что пинок фондовому рынку придет с валютного рынка. Здесь отдельно взятый Центральный банк не всесилен. Более того, продолжается вялотекущая война между банками разных валютных зон. Пока в пределах негласных правил без масштабного раскачивания лодки. Но один резкий шаг...

Какой? Вариантов масса. Обвал йены, когда Абеномика окончательно зайдет в тупик. Бегство или вытеснение по политическим причинам из долларовой зоны сырьевых стран и меркантилистов. Провал стратегии сдерживания цен на золото, когда Comex наконец-то не сможет выполнить обязательства по физической поставке. Очередное обострение у стран-«свиней», ибо там ничего никто структурно не решил. Выбирайте любой вариант. Только обычно системный взрыв начинается из самого непредсказуемого эпицентра.

Вывод из всего вышесказанного самый неприятный: как говорил глава Citigroup на пике ипотечного бума, пока играет музыка, надо танцевать. Никто не хочет сидеть в кэше, когда рынок дает 30% годовых. Да и в какой валюте сидеть, если мой тезис про источник системной поломки окажется верным?

Остается только продолжать доставать маму все тем же вопросом. А взрослым надо не забывать, что в кризис корреляция всех активов будет равна единице. В удивительном мире нам пришлось жить. Чувствую, что про наше время напишут в учебнике. Если не в общеисторическом, то в финансовом — точно. И где-то на горизонте маячит новая Нобелевская премия по финансам, но не моя... На этом месте пионер Петя проснулся.