ИСТОРИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ



Книга 26

ИСТОРИЯ ДЕРИВАТИВОВ
от рисовых фьючерсов Додзимы до CDO

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

История деривативов: от рисовых фьючерсов Додзимы до CDO

https://litres.ru/74741562
SelfPub; 2026

Аннотация

Фьючерсы и опционы придумали задолго до компьютеров: в XVIII веке в японской Осаке торговали контрактами на будущий рис. Эта книга рассказывает, как производные инструменты помогали купцам и фермерам страховать риски и как они же становились причиной громких крахов. Вы узнаете, как появилась Чикагская товарная биржа, как формула Блэка и Шоулза изменила торговлю опционами и почему сложные долговые конструкции CDO стали одним из запалов кризиса 2008 года. Мы разберем, как отличить страховку от ставки. Книга поможет вам видеть реальные риски за любым сложным продуктом.

Содержание

Глава 1. Что такое производный инструмент 4
Конец ознакомительного фрагмента. 27

Виталий Гурьев
История деривативов: от рисовых фьючерсов Додзимы до CDO

Глава 1. Что такое производный инструмент

Представьте себе небольшую пекарню на окраине Воронежа, которую держит Анна, тридцативосьмилетняя хозяйка с бухгалтерским образованием и привычкой всё считать заранее. Каждое утро её печи съедают несколько мешков муки, и каждую осень она с тревогой смотрит на новости об урожае пшеницы. Если зерно подорожает, мука подорожает вслед за ним, а поднять цену на хлеб так же быстро она не сможет, потому что покупатели привыкли к своей булке за определённые деньги. Анна мечтает о простой вещи: договориться с мельницей сегодня о цене муки на весь следующий год, чтобы спокойно планировать бизнес. Сама того не зная, она мечтает о производном финансовом инструменте.

На другом конце страны, в Новосибирске, живёт Кирилл, двадцатисемилетний менеджер логистической компа-

нии. Полтора года назад он открыл брокерский счёт, купил несколько акций, а потом увидел в мессенджере Max ролик о том, как кто-то за неделю удвоил депозит на нефтяных фьючерсах. Кирилл никогда не видел нефти, не владеет ни одной бочкой и не собирается её покупать, однако цена барреля теперь волнует его больше, чем курс рубля. Он открыл позицию, которая за один день может принести ему месячную зарплату или забрать её. Кирилл тоже пользуется производным инструментом, и формально он пользуется почти тем же самым инструментом, о котором мечтает Анна.

Эта книга во многом посвящена разнице между Анной и Кириллом. Одна и та же юридическая конструкция в руках пекаря становится страховкой, а в руках менеджера превращается в ставку. Вся трёхсотлетняя история биржевых контрактов на будущее, от рисовых складов Осаки до сложных долговых конструкций, рухнувших в 2008 году, разворачивается вокруг этого противоречия. Чтобы следить за ней без путаницы, нам нужно сначала договориться о словах, которыми мы будем пользоваться, и понять, что именно продаётся и покупается, когда люди заключают сделку о будущем.

Производным инструментом, или деривативом, называют договор, стоимость которого зависит от цены чего-то другого. Это «что-то другое» называется базовым активом, и им может быть почти что угодно: пшеница, нефть, золото, акции, валюта, процентная ставка, биржевой индекс и даже температура воздуха в определённом городе. Сам договор не

является ни зерном, ни нефтью, ни акцией, он лишь фиксирует обязательства сторон, которые так или иначе привязаны к будущей цене базового актива. Слово «производный» подчёркивает именно эту зависимость: цена договора производна от цены актива, как тень производна от предмета, который её отбрасывает.

Самый простой и самый древний вид такого договора называется форвардом. Две стороны договариваются сегодня, что через определённое время одна передаст другой определённое количество товара по цене, которую они фиксируют прямо сейчас. Если Анна договорится с мельницей, что через полгода купит двадцать тонн муки по тридцать тысяч рублей за тонну, она заключит форвард. Деньги в момент договорённости не переходят из рук в руки, мука тоже остаётся на мельнице, меняется только одно: обе стороны теперь знают будущую цену и больше не зависят от её колебаний.

Обратите внимание на важную особенность форварда, которую легко упустить. Через полгода рыночная цена муки может оказаться сорок тысяч рублей за тонну, и тогда Анна выиграет, потому что купит дешевле рынка, а мельница недополучит деньги. Цена может упасть до двадцати пяти тысяч, и тогда выиграет мельница, а Анна переплатит. Форвард не делает будущее лучше, он делает его известным. Именно эта предсказуемость, а не выгода, является его настоящим продуктом, и об этом стоит помнить каждый раз, когда вам предлагают «выгодный» производный инстру-

мент.

Форвард хорош своей гибкостью: стороны могут договориться о любом количестве товара, любом сроке и любых условиях поставки. Его слабость вытекает из той же гибкости, ведь такой договор уникален и его трудно передать кому-то третьему. Если через три месяца Анна решит закрыть пекарню, ей будет непросто найти человека, который захочет занять её место в договоре именно на эти двадцать тонн, именно на этот срок и именно с этой мельницей. Кроме того, её благополучие теперь зависит от честности одной конкретной мельницы, и к этой проблеме мы вернёмся чуть позже в этой главе.

Все производные инструменты, которыми торгуют сегодня, можно разделить на четыре большие семьи, и с каждой из них мы будем подробно знакомиться по мере того, как они появлялись в истории. Форвард является прародителем всей семьи и представляет собой индивидуальный договор двух сторон о будущей сделке. Фьючерс устроен по той же логике, однако его условия стандартизированы, торгуется он на бирже, а исполнение гарантирует специальная организация. Опцион даёт покупателю право, но не обязанность совершить сделку по заранее оговорённой цене, и за это право покупатель платит продавцу вознаграждение. Своп представляет собой договор об обмене потоками платежей, например процентами по разным ставкам или платежами в разных валютах.

Разницу между этими семьями удобно представить на бытовом примере с арендой квартиры. Форвард похож на договор, по которому вы обязуетесь снять квартиру через полгода по фиксированной цене, и хозяин обязуется её вам сдать. Фьючерс похож на тот же договор, только оформленный по типовому бланку через крупное агентство, которое ручается за обе стороны и позволяет в любой момент передать договор кому-то другому. Опцион напоминает задаток за бронирование: вы платите небольшую сумму за право снять квартиру по фиксированной цене, но если найдёте вариант лучше, просто теряете задаток. Своп похож на договорённость двух соседей, один из которых платит за квартиру фиксированную сумму, а другой плавающую, и они решают обменяться способами оплаты.

Пока этих определений нам достаточно, и я не буду углубляться в устройство каждой семьи прямо сейчас. Фьючерсы получат подробный разбор в главах о Японии и Чикаго, где они родились, опционы займут центральное место в рассказе об Амстердаме и об экономистах двадцатого века, свопы появятся на сцене вместе с Всемирным банком и корпорацией IBM. Такая последовательность выбрана сознательно, потому что каждый инструмент проще понять, когда видишь, какую конкретную проблему он решал в момент своего рождения. Вместо абстрактных формулировок вас будут ждать купцы, фермеры, банкиры и мошенники, каждый из которых по-своему распорядился изобретением.

Теперь перейдём к людям, которые пользуются производными инструментами, потому что без них инструменты остаются мёртвыми бумагами. Экономисты делят участников этого рынка на две большие группы. Первую группу составляют хеджеры, то есть те, кто уже несёт определённый риск в своей обычной деятельности и хочет от него избавиться или хотя бы его уменьшить. Слово пришло из английского языка, где hedge означает живую изгородь, а глагол to hedge означает огораживать, ограждать, подстраховываться. Хеджер ограждает свой бизнес от неприятных сюрпризов цены, и именно к этой группе относится Анна со своей пекарней.

Классическим хеджером выступает фермер, выращивающий пшеницу. Весной он вкладывает деньги в семена, удобрения и топливо для техники, а продать урожай сможет только осенью, причём по цене, которая сложится на рынке через полгода. Если урожай в стране выдастся рекордным, цена может упасть так, что фермер не покроет даже затраты. Продав весной форвард на часть будущего урожая, фермер заранее фиксирует выручку и спокойно работает в поле. Мельник, который будет покупать эту пшеницу, находится в зеркальном положении, ведь он боится не падения, а роста цены, и поэтому охотно фиксирует стоимость закупки.

Вторую группу составляют спекулянты, и это слово в русском языке несёт неприятный оттенок, оставшийся от советских времён, когда спекуляцией называли перепродажу де-

фицита. В финансовом мире спекулянт означает нечто иное и вполне законное: это участник, который сознательно принимает на себя риск изменения цены в надежде заработать на этом изменении. У спекулянта нет пшеницы, которую нужно защитить, и нет мельницы, которой нужно зерно. У него есть мнение о будущей цене и деньги, которыми он готов это мнение подкрепить. Кирилл со своим нефтяным контрактом является типичным спекулянтом, хотя сам он, скорее всего, назвал бы себя трейдером или инвестором.

Многие начинающие инвесторы относятся к спекулянтам с презрением, считая их паразитами на теле рынка. Между тем без спекулянтов рынок хеджирования быстро опустел бы. Представьте, что все фермеры весной хотят продать урожай вперёд, а мельники заняты ремонтом и пока не думают о закупках. Кто купит у фермеров их форварды? Именно спекулянт, который за определённую скидку готов взять на себя риск, от которого фермер хочет избавиться, и тем самым позволяет фермеру получить защиту немедленно, а не тогда, когда о ней вспомнит мельник.

Спекулянт в этой картине похож на страховую компанию, которая берёт на себя чужой риск за вознаграждение. Разница лишь в том, что страховщик получает вознаграждение в виде явной страховой премии, а спекулянт получает его в виде скидки к ожидаемой будущей цене. Если фермер готов продать будущую пшеницу чуть дешевле, чем она, по общему мнению, будет стоить осенью, эта разница и есть плата

за снятие риска. Иногда спекулянт угадывает и зарабатывает больше, иногда проигрывает, однако в среднем, по мнению многих экономистов, он получает компенсацию за то, что несёт чужую неопределённость.

Отсюда вытекает свойство производных инструментов, которое кажется странным, когда слышишь о нём впервые. Если не учитывать комиссии брокеров и биржи, деривати представляет собой игру с нулевой суммой. Сколько бы ни выиграла Анна на своём договоре с мельницей, ровно столько же недополучит мельница, и наоборот. Деньги не создаются из воздуха и не исчезают, они лишь перетекают от одной стороны к другой в зависимости от того, куда пошла цена. В этом смысле деривати принципиально отличается от акции, за которой стоит работающий бизнес, способный со временем приумножать стоимость для всех своих владельцев.

Посчитаем на конкретном примере, чтобы это стало наглядным. Пусть Анна и мельница договорились о двадцати тоннах муки по тридцать тысяч рублей, то есть о сделке на шестьсот тысяч рублей. Через полгода рыночная цена оказалась тридцать шесть тысяч за тонну, и та же мука на рынке стоила бы семьсот двадцать тысяч. Анна сэкономила сто двадцать тысяч рублей, а мельница ровно на сто двадцать тысяч недополучила по сравнению с продажей на открытом рынке. Сложив выигрыш одной стороны и проигрыш другой, мы получим ноль, и эта арифметика сработает при любом

движении цены.

Возникает естественный вопрос: если деривативы ничего не создают, зачем они нужны обществу? Ответ заключается в том, что они перераспределяют риск от тех, кому он мешает, к тем, кто готов и способен его нести. Пекарня Анны, избавленная от страха перед ценой муки, может нанять ещё одного пекаря и открыть вторую точку, не держа огромный резерв на случай неурожая. Фермер, заранее знающий свою выручку, смелее берёт кредит на новую технику. Суммарное богатство в момент сделки не растёт, однако экономика в целом работает спокойнее и эффективнее, и в долгосрочной перспективе это оборачивается вполне реальной пользой.

Здесь же скрывается первая опасность, о которой важно сказать сразу. Раз игра идёт с нулевой суммой, каждый рубль прибыли Кирилла на нефтяном контракте является чьим-то рублём убытка. По другую сторону его сделки может стоять нефтяная компания, хеджирующая добычу, профессиональный фонд с командой аналитиков или другой новичок вроде самого Кирилла. Когда вы входите в такую игру без понимания, зачем вам это нужно, вы почти наверняка оказываетесь самым неосведомлённым участником за столом, а в играх с нулевой суммой неосведомлённые участники в среднем платят осведомлённым.

Следующее ключевое понятие, без которого невозможно понять ни одну историю из этой книги, называется кредитным плечом, или просто плечом. Слово взято из механики,

где рычаг позволяет небольшим усилием поднять тяжёлый груз. В финансах плечо позволяет небольшой суммой денег управлять позицией гораздо большего размера. Производные инструменты почти всегда содержат плечо по самой своей природе, потому что при заключении договора о будущей сделке стороны не платят полную стоимость товара, а вносят лишь небольшой залог или вообще ничего не платят до момента исполнения.

Вернёмся к Кириллу и посчитаем, что происходит с его счётом. Допустим, нефтяной контракт, который он купил, соответствует нефти стоимостью сто тысяч рублей, а брокер требует внести в качестве залога десять тысяч рублей, то есть десять процентов от стоимости контракта. Если цена нефти вырастет на десять процентов, стоимость позиции увеличится на десять тысяч рублей, и Кирилл заработает сто процентов на свои вложенные десять тысяч. Он удвоил деньги при движении цены всего на одну десятую, и именно такие истории он видел в роликах, которые подтолкнули его к торговле.

Теперь посмотрим на обратную сторону той же арифметики. Если цена нефти упадёт на десять процентов, позиция Кирилла потеряет десять тысяч рублей, и его залог исчезнет полностью. Падение на пятнадцать процентов уже потребует от него доплатить пять тысяч рублей сверх залога, потому что убыток в пятнадцать тысяч превысит внесённую сумму. Плечо не меняет вероятность того, куда пойдёт цена, оно лишь умножает последствия этого движения для вашего

кошелька. Сто процентов прибыли и сто процентов убытка находятся на одинаковом расстоянии от точки входа, однако психологически люди почти всегда видят только первую цифру.

Плечо делает производные инструменты одновременно полезными и опасными. Для Анны небольшой залог означает, что она может застраховать стоимость муки на целый год, не замораживая в договоре сотни тысяч рублей, которые нужны ей для текущих расходов. Для Кирилла тот же небольшой залог означает возможность поставить на кон сумму, в десять раз превышающую его реальные деньги. Почти каждая катастрофа, о которой мы будем говорить в этой книге, от разорения японских рисовых торговцев до краха американского хедж-фонда с нобелевскими лауреатами в составе, так или иначе связана с плечом, которое в какой-то момент повернулось против своего владельца.

Сейчас мы подошли к главному инструменту, который будет сопровождать вас на протяжении всей книги. Я называю его тестом на страховку, и он помогает в любой ситуации отличить хеджирование от ставки. Тест состоит из одного вопроса: существует ли у вас реальный риск, связанный с базовым активом, который этот договор уменьшает? Если у вас есть пшеница, которую предстоит продать, или пекарня, которой предстоит покупать муку, или валютный долг, который предстоит гасить, производный инструмент может работать как страховка. Если такого риска нет и договор сам

создаёт для вас новую зависимость от цены, вы держите в руках ставку, как бы её ни называли.

Применим тест к нашим героям. У Анны есть пекарня, которая через полгода будет покупать муку, и рост цены на муку прямо бьёт по её прибыли. Форвард с мельницей уменьшает этот риск, и если цена муки вырастет, выигрыш по договору компенсирует ей подорожание, поэтому Анна тест на страховку проходит. У Кирилла нет ни нефтяной скважины, ни автопарка, который потребляет топливо, ни валютных обязательств, связанных с нефтью. Его фьючерс не уменьшает ни одного существующего риска, а создаёт новый, и поэтому Кирилл тест не проходит, что, впрочем, вовсе не делает его преступником.

Важно понимать, что тест на страховку не выносит моральных приговоров. Ставки являются законной частью рынка, и, как мы уже выяснили, без спекулянтов хеджеры остались бы без контрагентов. Задача теста скромнее и практичнее: он помогает вам честно признаться себе, чем вы на самом деле занимаетесь. Человек, который понимает, что делает ставку, иначе подходит к размеру позиции, к допустимым потерям и к выбору момента выхода. Человек, который убедил себя, что «страхуется» или «инвестирует», когда на самом деле играет, обычно обнаруживает правду в самый неудобный момент.

Тест бывает обманчив в пограничных случаях, и их стоит разобрать сразу. Предположим, Анна, увлёкшись, заключит

форварды не на двадцать тонн муки, которые реально нужны её пекарне, а на двести, рассчитывая, что мука подорожает и она перепродаст излишек. Первые двадцать тонн по-прежнему будут страховкой, а остальные сто восемьдесят превратятся в ставку, хотя оформлены одинаково. Многие крупные истории краха, которые ждут нас впереди, начинались именно так: компания честно хеджировала реальный бизнес, а потом объём «хеджа» незаметно перерастал размер защищаемого риска.

Другая ловушка возникает, когда хедж по сроку или по типу не совпадает с риском. Если Анне нужна мука в течение всего года равномерными партиями, а она заключит один договор на всю годовую потребность с поставкой через месяц, ей придётся где-то хранить двести тонн и платить за склад. Если она застрахуется от роста цены пшеницы, а мука подорожает из-за роста тарифов на электричество для мельниц, её хедж может не сработать. Тест на страховку требует не только наличия риска, но и соответствия инструмента этому риску по размеру, сроку и природе.

От людей перейдём к цене, потому что следующий вопрос, который обычно задают новички, звучит так: почему цена муки с поставкой через полгода отличается от цены муки сегодня? Казалось бы, если рынок честный, будущая цена должна совпадать с ожидаемой рыночной ценой через полгода. Отчасти это верно, однако в формирование цены будущей поставки вмешиваются вполне земные расходы, кото-

рые можно посчитать почти с бухгалтерской точностью. Понимание этих расходов отличает человека, разбирающегося в деривативах, от человека, который просто смотрит на графики.

Представьте, что мельница предлагает Анне два варианта: купить муку сегодня или купить её через полгода по цене, о которой они договорятся сейчас. Если Анна купит муку сегодня, ей придётся заплатить деньги немедленно, а значит, потерять проценты, которые эти деньги принесли бы на банковском вкладе. Кроме того, муку нужно где-то хранить, платить за склад, страховать от пожара и следить, чтобы она не отсырела. Если же Анна купит муку через полгода, всё это остаётся заботой мельницы. Справедливая цена будущей поставки должна учитывать эти выгоды, иначе одна из сторон окажется в заведомом проигрыше.

Посчитаем на цифрах, чтобы увидеть механику. Пусть тонна муки сегодня стоит тридцать тысяч рублей, ставка по вкладу составляет шестнадцать процентов годовых, а хранение тонны на складе обходится в тысячу рублей за полгода. Если мельница держит муку полгода ради Анны, она теряет восемь процентов на замороженных деньгах, то есть две тысячи четыреста рублей, и тратит ещё тысячу на хранение. Справедливая цена поставки через полгода получается около тридцати трёх тысяч четырёхсот рублей за тонну, и эта цифра не содержит никаких прогнозов урожая, только стоимость денег и склада.

У товаров, которые выгодно держать под рукой, появляется ещё один компонент, который экономисты называют удобной доходностью. Мельник, у которого на складе лежит зерно, может не бояться перебоев в поставках, сразу выполнить неожиданно крупный заказ и не останавливать производство. Эта уверенность имеет свою цену, и в период дефицита она может стать очень высокой. Когда товара мало и все хотят иметь его прямо сейчас, сегодняшняя цена может оказаться выше будущей, несмотря на расходы на деньги и хранение. Мы вернёмся к названиям этих состояний рынка, когда будем рассказывать о лондонских биржевых обычаях восемнадцатого века.

Для финансовых активов вроде акций или облигаций расходы на хранение почти нулевые, однако логика остаётся той же. Владелец акции получает дивиденды, а владелец облигации получает купоны, и эти доходы уменьшают справедливую цену будущей поставки, потому что покупатель по договору их не получает. Если ставка по вкладу высокая, а дивиденды скромные, будущая цена акции будет выше сегодняшней. Если компания платит щедрые дивиденды, разница может сократиться и даже поменять знак. Эта простая арифметика объясняет, почему цены на один и тот же актив с разными сроками поставки почти никогда не совпадают.

Следующий важный для понимания книги вопрос звучит предельно житейски: что будет, если вторая сторона не заплатит? В нашем примере Анна выиграла на договоре сто

двадцать тысяч рублей, потому что мука подорожала. Однако для мельницы этот договор стал убыточным, и у её владельца появился сильный соблазн найти повод его не исполнить. Он может сослаться на форс-мажор, на плохое качество зерна, на ошибку в договоре или просто обанкротиться. В этот момент страховка Анны превращается в долговую расписку, ценность которой зависит от платёжеспособности и порядочности одной конкретной мельницы.

Экономисты называют эту опасность риском контрагента, и она является неизменным спутником любого производного инструмента. Чем сильнее цена ушла в вашу пользу, тем больше вам должна вторая сторона и тем сильнее у неё мотивация не платить. Получается неприятный парадокс: страховка оказывается наименее надёжной именно тогда, когда она нужнее всего. Если пшеница подорожала вдвое из-за катастрофической засухи, мельница, обязавшаяся продавать муку по старой цене, может разориться, и Анна останется без муки и без компенсации ровно в тот момент, когда за мукой выстроилась очередь.

Через всю историю, которую мы будем рассказывать, красной нитью проходит поиск ответа на этот вопрос. Голландские купцы полагались на честь и репутацию, японские торговцы рисом придумали расчётные дома, чикагские брокеры создали клиринговые палаты, а банкиры конца двадцатого века разработали сложнейшие соглашения о залогах. Каждое новое решение работало до тех пор, пока не по-

являлся кризис, превосходящий его возможности. Кризис 2008 года, которым завершается основная часть книги, во многом оказался именно кризисом доверия к контрагентам, когда выяснилось, что гигантская страховая компания продала защиту на суммы, которые не могла выплатить.

Для частного инвестора риск контрагента выглядит иначе, чем для банкира, но никуда не исчезает. Если вы торгуете стандартными контрактами на крупной бирже, между вами и второй стороной стоит организация, гарантирующая расчёты, и риск сильно снижается. Если же вы покупаете сложный продукт у банка или брокера, внутри которого спрятан производный инструмент, вашим контрагентом становится сам этот банк. Когда в рекламе обещают «защиту капитала», полезно спросить себя, кто именно эту защиту обеспечивает и что будет, если с ним что-то случится. Этот вопрос мы будем повторять на разных примерах до последней главы.

Теперь, когда основные понятия собраны, стоит понять, почему у производных инструментов на протяжении веков была такая плохая репутация. Значительную часть своей истории они существовали в серой зоне права, а местами и вовсе под прямым запретом. Суды отказывались защищать договоры о будущих поставках, проповедники клеймили их как форму азартных игр, а законодатели раз за разом пытались искоренить их особыми указами. Дело было не только в невежестве, у этой враждебности имелись вполне рациональные основания, которые полезно знать и сегодня.

Первое возражение касалось сходства с азартной игрой. Если два человека заключают договор о цене зерна, но ни один из них не собирается поставлять или получать зерно, чем этот договор отличается от пари на исход скачек? Юристы разных стран долго бились над этим вопросом и в большинстве случаев приходили к выводу, что отличия нет. Многие европейские суды девятнадцатого века отказывались взыскивать долги по таким договорам, приравнивая их к карточным долгам, которые по закону не подлежали принудительному исполнению. Тест на страховку, который мы сформулировали выше, во многом повторяет логику этих судебных споров.

Второе возражение было нравственным и религиозным. Средневековые богословы считали, что прибыль должна быть платой за труд или за риск, связанный с реальным товаром, а не за угадывание цен. Торговля тем, чего у тебя нет, казалась им обманом, а заработок на чужой неудаче выглядел противоречащим христианской любви к ближнему. Подобные взгляды существовали и в других религиозных традициях, и в одной из них они сохраняют практическое значение до сих пор, влияя на работу финансовых институтов в десятках стран.

В исламском праве существует понятие гарар, которое обычно переводят как чрезмерная неопределённость. Сделка считается порочной, если её предмет или условия настолько неясны, что одна из сторон может получить выгоду

исключительно за счёт случая. Продажа рыбы, которая ещё плавает в море, или урожая, который ещё не взошёл, служат классическими примерами гарара в трудах исламских правоведов. Наряду с запретом на ростовщический процент этот принцип ставит перед исламскими банками серьёзные ограничения при работе с обычными фьючерсами и опционами, и они вынуждены создавать особые конструкции, совместимые с нормами шариата.

Третье возражение было экономическим и, пожалуй, самым весомым. Критики утверждали, что торговля договорами о будущем позволяет богатым игрокам манипулировать ценами на хлеб и другие жизненно важные товары. Если кто-то скупит огромное количество контрактов на пшеницу, он может искусственно взвинтить цену и заставить пекарей и бедняков платить больше. История знает немало примеров, когда эти опасения подтверждались, и целая глава этой книги будет посвящена людям, пытавшимся загнать рынок в угол. Запреты деривативов во многих странах были реакцией именно на такие эпизоды.

Почему же, несмотря на все запреты, производные инструменты выжили и стали одним из крупнейших рынков в мире? Потому что потребность, которую они удовлетворяют, никуда не исчезает. Пока существуют фермеры, не знающие будущей цены урожая, пекари, боящиеся подорожания муки, и экспортёры, зависящие от валютного курса, будет существовать и спрос на страховку от ценовых колебаний. За-

прет в одной стране обычно приводил лишь к тому, что торговля уходила в другую страну или в подполье, где правила были хуже, а защита участников слабее. Эту закономерность мы увидим в нескольких главах на примерах разных эпох.

Прежде чем отправиться в путешествие, полезно предупредить о нескольких типичных ошибках, которые совершают новички, впервые знакомясь с этой темой. Первая ошибка состоит в убеждении, что производные инструменты являются изобретением современных банкиров и компьютерной эпохи. Как вы увидите уже в следующей главе, многие из ключевых идей были известны тысячи лет назад, а биржевые контракты на будущее торговались за полтора века до появления паровоза. Понимание этой глубины помогает отличать по-настоящему новые продукты от старых идей в новой упаковке.

Вторая распространённая ошибка заключается в вере, что производные инструменты по своей природе опасны и их следует избегать любой ценой. Анна, отказавшаяся от форварда из страха перед «сложными финансовыми штуками», не избавится от риска, она просто сохранит его целиком. Отказ от страховки сам по себе является ставкой, только неосознанной: человек, не застраховавший дом, по сути ставит на то, что пожара не будет. Опасен не сам инструмент, а несоответствие инструмента реальной задаче, и большая часть этой книги посвящена тому, как это несоответствие распознать.

Третья ошибка противоположна второй и состоит в убеж-

дении, что умный человек с хорошей моделью может обыгрывать рынок деривативов постоянно. Эта иллюзия погубила множество талантливых людей, включая обладателей высших научных наград, о судьбе которых вы прочитаете в последних главах. Рынок производных инструментов прекрасно перераспределяет риск, но он не отменяет его. Каждая модель описывает прошлое, а будущее время от времени приносит события, которых в прошлом не было, и плечо превращает эти события из неприятностей в катастрофы.

Наконец, четвёртая ошибка касается доверия к названиям. Продукт может называться «защитным», «консервативным» или «структурированным», однако название ничего не говорит о том, кто на самом деле несёт риск и в каком объёме. На протяжении книги мы встретим страховки, оказавшиеся ставками, хеджи, ставшие главной причиной разорения, и облигации высшего кредитного качества, превратившиеся в пыль. Каждый раз разгадка будет крыться не в названии, а в устройстве: кто кому должен, при каких условиях и что будет, если должник не заплатит.

Маршрут, по которому мы пойдём, выстроен в основном хронологически, хотя иногда нам придётся задерживаться на устройстве механизмов, без понимания которых история становится набором анекдотов. Мы начнём с глиняных табличек Месопотамии и философа, который, по преданию, заработал состояние на оливковых прессах. Затем переместимся в Амстердам семнадцатого века, где впервые начали

массово торговать акциями на срок, и в японскую Осаку, где возникла первая в мире организованная фьючерсная биржа. После этого мы посетим кофейни Лондона, суды Парижа и хлопковые склады Ливерпуля.

Центральная часть книги разворачивается в Чикаго, который превратился в мировую столицу производных инструментов. Вы узнаете, как торговля зерном породила стандартные контракты, как спекулянты пытались загнать рынок в угол, как была изобретена система гарантий, сделавшая биржевую торговлю безопасной, и как скромная биржа масла и яиц превратилась в одну из крупнейших финансовых площадок планеты. Мы проследим, как после распада послевоенной валютной системы базовым активом для фьючерсов стали сами деньги, и как три экономиста нашли способ вычислять цену опциона.

Последняя треть книги посвящена эпохе, когда производные инструменты вышли за пределы бирж и превратились в гигантскую сеть частных договоров между банками. Вы увидите, как появились свопы, как теория страхования портфеля обернулась одним из самых страшных дней в истории американского рынка, как одинокий трейдер в Сингапуре разорил старейший банк Англии и как фонд, основанный лучшими умами финансовой науки, едва не обрушил мировую систему. Кульминацией станет рассказ о кредитных деривативах и долговых конструкциях, которые сыграли роль запала в кризисе 2008 года.

Завершит книгу глава о том, что изменилось после кризиса и как сегодняшний частный инвестор может применить уроки трёх веков к собственным решениям. Анна и Кирилл будут время от времени появляться на этих страницах, потому что их ситуации помогают увидеть, как давние истории касаются вполне современных людей. Вы наверняка узнаете себя в одном из них, а может быть, и в обоих сразу, ведь большинство из нас в разные моменты жизни бывает то осторожным хеджером, то азартным спекулянтом.

Чтобы история не превратилась в учебник, я постараюсь в каждой главе показывать не только механизм, но и людей, которые его создавали, использовали и ломали. Деривативы изобретали не абстрактные «рынки», а конкретные торговцы рисом, зерновые брокеры, университетские профессора и банковские юристы, и каждый из них решал вполне земную задачу. Понимание этих задач превращает сложную тему в цепочку логичных и порой захватывающих событий. Начнём же с самого начала, с времён, когда биржевых зданий ещё не существовало, а договоры о будущем записывали на глиняных табличках.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.