

Как финансиализация влияет на нефть: Илья Бушуев, компания Koch

В настоящий момент спрос со стороны инвесторов влияет на цену нефти так же, как и физические фундаментальные факторы.



Стелла Фарингтон (Stella Farrington)

07 марта 2017 года

На протяжении всей своей 20-летней карьеры в сфере энергетических деривативов, Илья Бушуев, президент компании Koch Global Partners и директор по международным операциям с деривативами компании Koch Supply & Trading, находится на передовых рубежах индустрии.

Помимо этого, он, пожалуй, наиболее известен своей инновационной моделью опционного ценообразования, разработанной во время написания докторской диссертации в конце 1990-х годов. Знаменитая модель Бушуева и статья

«Обратная задача опционного ценообразования», написанная в 1997 году, направлены на устранение одного из основных недостатков основополагающей теории опционного ценообразования Блэка-Шоулза и получили широкое признание за вклад в рынки деривативов.

В компанию Koch Supply & Trading Илья Бушуев пришел в 1997 году в качестве специалиста по количественному анализу. Здесь он стал частью команды, которая в том же году разработала первые погодные деривативы. Бушуев продолжил работу и в 2003 году запустил первый волатильный своп на энергетическом рынке, а также оказал содействие созданию и развитию рынка календарных спредов.

Тем не менее, он оказался не готов к масштабным структурным изменениям, которые прокатились по рынкам нефтяных деривативов вслед за финансовым кризисом 2008 года. Бушуев вспоминает: «Внезапно наши испытанные и проверенные базовые количественные модели в отношении нефти перестали работать, и это нас серьезно озадачило. Было очевидно, что нефть находится под влиянием чего-то отличного от фундаментальных факторов физического спроса и предложения».

По словам Бушуева, стало очевидно, что новым фактором стал огромный рост количества финансовых игроков, таких как пенсионные фонды и долгосрочные хедж-фонды, владеющих нефтяными деривативами. Рост продолжился, и в 2016 году наблюдался экспоненциальный скачок. Данные Комиссии по торговле товарными фьючерсами (CFTC) показывают, что на сегодняшний день финансовыми игроками заключены контракты почти на один миллиард баррелей нефти марок West Texas Intermediate (WTI) и Brent. Согласно отчетам CFTC о позициях трейдеров, совокупная чистая спекулятивная длинная позиция по маркам WTI и Brent выросла примерно с 250 тысяч контрактов (или 250 миллионов баррелей нефти) по состоянию на февраль 2016 года до 900 тысяч контрактов (900 миллионов баррелей) к февралю 2017. Это соответствует финансовому спросу на нефть в размере около двух миллионов баррелей в сутки в 2016 году.

Влияние финансиализации невозможно переоценить. Это изменение парадигмы, которое привело к постоянным структурным изменениям и практически полностью изменило роли физических и финансовых игроков.

Илья Бушуев, Koch Supply & Trading

По словам Бушуева, влияние финансиализации невозможно переоценить. Это изменение парадигмы, которое привело к постоянным структурным изменениям и практически полностью изменило роли физических и финансовых игроков.

«По старой схеме финансовые игроки обеспечивали ликвидность физическим игрокам, но теперь именно физические игроки, особенно те, у которых есть возможности хранить нефть, предоставляют услуги финансовым игрокам», – утверждает Бушуев.

«Сегодня компании, занимающиеся хранением нефти, это компании, которые, по сути, обслуживают инвесторов, – отмечает он. – Данные компании эффективно хранят нефть по поручению инвесторов, которые не могут купить физическую нефть самостоятельно. Для того чтобы им было выгодно этим заниматься, фьючерсная цена должна быть выше спотовой, что создает контанго-структуру, в которую заложена плата за хранение. Увеличение количества финансовых игроков на рынке означает, что контанго-структура, скорее всего, будет естественным состоянием рынка».

«Время от времени будет наступать период бэквардации, но, похоже, мы будем в основном находиться в контанго», – предсказывает Бушуев.

Означает ли это, что на данный момент движения рынка исключены из числа фундаментальных факторов? «Из традиционных фундаментальных факторов – да, – говорит Бушуев. – Но теперь появились финансовые фундаментальные факторы, которые нужно учитывать. Финансовое предложение и спрос необходимо понимать так же досконально, как мы понимаем физическое предложение и спрос».

Бушуев опровергает аргумент о том, что финансовые игроки искусственно раздувают цены, чем вызывают несоответствие между фьючерсными ценами и предложением и спросом. По его словам, связь между физическими и фьючерсными опционами осуществляется через хранилища.

«На каждый баррель, купленный спекулянтами по фьючерсному контракту, приходится кто-то с короткой позицией по нефти на другом конце такого контракта, и физический игрок еще где-то купит физическую нефть и поместит ее в хранилище. Это мой основной аргумент».

По его словам, это объясняет, почему цены на нефть за последний год удвоились, а ее запасы не снизились. Первый месяц торговли WTI на Чикагской товарной бирже закрылся 03 марта 2017 года по цене 52,62 долларов за баррель – 100% рост по сравнению с ценой 26,21 долларов за баррель по состоянию на 11 февраля 2016 года.

Тот факт, что в мире продается примерно в 20 раз больше нефти, чем имеется в наличии, не ослабляет этот аргумент. «Объемы могут быть в 20 раз больше объема физической нефти, но это не очень точно описывает ситуацию, так как большой процент этого объема приходится на высокочастотный трейдинг, – поясняет Бушуев. – Чистая позиция более важна, так как она отражает реальный спрос. Отчеты CFTC показывают реальный спрос со стороны инвесторов».

Более того, если на данный момент спрос со стороны инвесторов анализируется как еще один фундаментальный фактор наряду с реальным спросом и предложением, рынок выглядит очень сбалансированным, а цена 50-55 долларов за баррель кажется справедливой. «Несмотря на наличие на рынке избыточного предложения в 1,5 млн. баррелей в день, его, по сути, опередил финансовый спрос, составляющий два миллиона баррелей в день», – отмечает Бушуев.

В то же время он подчеркивает, что финансиализация нефти имеет гораздо большее значение, чем необходимость расчета финансового спроса. Она создает новые связи между нефтью и другими финансовыми рынками, что влечет за собой необходимость ориентации на другие классы активов. Как результат, внимание Бушуева к энергоресурсам стало охватывать более широкий круг финансовых деривативов. «Мы начали искать другие классы активов, где мы смогли бы использовать наши знания в области нефти и внедрить опционные механизмы, которые мы создали для энергетических рынков», – говорит он.

Компания Koch Global Partners – стопроцентное дочернее предприятие компании Koch Supply & Trading, созданное в 2002 году, – стала инструментом, при помощи которого это можно было осуществить. Проп-трейдинговое подразделение, действующее аналогично глобальному макрофинансовому фонду, начало торговать продуктами, непосредственно связанными с нефтью, такими как канадский доллар, а после финансового кризиса начало заниматься ими еще более активно. Перед тем как группа перешла на процентные фьючерсы, а затем на опционы, подразделение торговало и другими валютами. По словам Бушуева, в настоящее время группа является очень крупным участником рынка инфляционных продуктов и вскоре планирует расширить свою деятельность на индексы долевого инструментария.

Около 90% своего времени Бушуев посвящает компании Koch Global Partners, где изучает глобальную денежно-кредитную политику и определяет динамику спроса и предложения на нефть. По его оценкам, на данный момент лишь около 50% сделок компании напрямую связаны с нефтью. Однако он подчеркивает, что сегодня, как никогда ранее, все взаимосвязано, и нефть занимает центральное место.

«Нефть оказывает прямое влияние на инфляцию, – говорит он, отмечая, что в США 75% колебаний краткосрочной инфляции можно отследить по изменению цен на газ. – И инфляция, наряду с безработицей, является основным фактором денежно-кредитной политики. Таким образом, если инфляция, например, спровоцирует повышение процентных ставок в США, доллар укрепитя, что скажется на деноминированной в долларах нефти».

«Вы уже не можете торговать только одним товаром. Нефть настолько интегрирована в этот цикл, что торговать только ею не получится».



Финансиализация – как улица с односторонним движением. Как только люди осознают, что для размещения активов им нужна нефть, движение происходит только в одном направлении.

Илья Бушуев

Хотя с экономической точки зрения эта связь существовала всегда, именно увеличение числа макроинвесторов, заинтересованных в нефти, способствовало укреплению связи между нефтью и другими финансовыми рынками. То, что в начале 2000-х годов начиналось как ручеек инвесторов, вкладывающих в нефть 2-3% своего фондового портфеля для хеджирования от инфляции, уже в 2009 году увеличилось до размеров потопа. Этому способствовали такие движения, как

паритет рисков, которое представляет собой стратегию распределения активов с присвоением веса обратно пропорционально волатильности. Стратегия нацелена конкретно на четыре класса активов: акции, кредиты, процентные ставки и товары. Инвестиции по принципу паритета рисков направлены на получение такой же прибыли, как и от традиционных стратегий распределения, но с меньшим риском или волатильностью, или на получение более высокой прибыли при равном риске. У истоков стратегии стояла компания Bridgewater, крупнейший в мире хедж-фонд. По данным различных отраслевых отчетов, сумма активов под управлением по стратегии паритета рисков составляет от 400 млрд до 1 трлн долларов США.

Более того, Бушуев утверждает, что инвесторы вливают деньги в нефть не для спекулирования, а для хеджирования своего портфеля. «Такие инвесторы зарабатывают на акциях и облигациях, и, вероятно, не очень хотят, чтобы нефтяные рынки росли, – поясняет он. – Некоторые спекулируют, но большинство – нет. Это реальный структурный спрос».

И это ключ к ожиданиям Бушуева на рынке. «Думаю, в следующем году по всему комплексу произойдет корректировка, – говорит он. – Физическое предложение, вероятно, будет сокращаться из-за сокращения добычи нефти Организацией стран-экспортеров нефти, а это означает, что избыток предложения, скорее всего, уравнивается и приведет к некоторому увеличению запасов. С другой стороны, финансовый спрос вряд ли будет расти теми же темпами. Я не думаю, что на рынке появится достаточное количество финансовых игроков, чтобы в следующем году спрос опять вырос вдвое».

Но в одном он уверен – инвесторы уходить не собираются. «Финансиализация – как улица с односторонним движением. Как только люди осознают, что для размещения активов им нужна нефть, движение происходит только в одном направлении», – говорит Бушуев.

Хеджирование карьерных рисков

Хотя научная работа Бушуева способствовала формированию сегодняшних рынков энергетических деривативов, карьеру он начинал совсем в другой отрасли. В начале 1990-х годов, проработав шесть лет спортивным обозревателем в России, он стал телеведущим программы «Арена», транслируемой на новосибирском региональном телеканале. «Это было невероятное время. Я работал спортивным комментатором в родном городе Новосибирске, пять спортсменов из которого завоевали золотые медали на Олимпийских играх 1992 года в Барселоне. Такое отличное выступление, особенно в традиционных летних видах спорта, стало огромным сюрпризом для нашего города!» – вспоминает Бушуев.

Однако с характерной для себя пронизательностью Бушуев «хеджировал» риски, связанные с будущей карьерой, совмещая деятельность телеведущего с работой профессора по математике, а заодно пытаясь определиться, чему посвятить себя в дальнейшем. «Спортивный обозреватель брал вверх, но затем меня пригласили на написание докторской диссертации в США», – говорит он.

Приглашение пришло не от кого иного, как от Виктора Исакова, известного профессора математики. «Я сообщил своим слушателям, что вернусь через полгода, но тогда я даже не мог себе представить, где окажусь в итоге, – говорит Бушуев. – На заключительную передачу был приглашены золотые медалисты из родного города Ильи. Они пришли «проводить меня в Америку». Это был, наверное, один из самых запоминающихся моментов в моей карьере».

Во время написания докторской диссертации в Уичитском государственном университете штата Канзас Бушуев специализировался на математике и ее применении в различных отраслях и процессах, от геофизики и авиации до теплопередачи и медицинских процедур. Например, в медицине разработанные им модели использовались вместе с рентгеновскими лучами для оценки размера и формы опухолей.

Именно профессор Исаков показал Бушуеву, как использовать математику на фондовом рынке для обработки данных опционов, аналогично обработке данных, полученных при помощи рентгеновских лучей, и анализировать состояние рынка.

«Профессор Исаков сыграл важную роль в моей карьере, – поясняет Бушуев. – Я ничего не знал о рынках, но у меня была математическая система, которую к ним можно было применить».

Спустя два года работы над пониманием «что есть что» в области финансов Бушуев продемонстрировал свою модель опционного ценообразования трейдерам из компании Koch Supply & Trading, расположенной в Уичите, которые занимались торговлей на товарном рынке. Увидев в ней потенциал, компания предложила Бушуеву разработать модель и проверить ее работу на практике, на рынке опционов WTI.

Думаю, именно первая научная работа стала моим самым большим вкладом за всю карьеру. Я очень ею горжусь.

Илья Бушуев

В то время в компании Koch Supply & Trading уже было создано подразделение по операциям с деривативами. Компания также имела репутацию новаторов после проведения первого нефтяного свопа с компанией Cathay Pacific в 1986 году, что стало предметом гордости Лоуренса Кичена (Lawrence Kitchen), который тогда занимал должность старшего трейдера опционами в компании Koch. Кичен вскоре ушел в отставку, а Бушуев, который по праву считался его преемником, начал подниматься по служебной лестнице, вплоть до поста директора по международным операциям с деривативами в компании Koch Supply & Trading в 2006 году и президента компании Koch Global Partners в 2012 году.

При этом больше всего он гордится именно своей работой, написанной в 1997 году, в которой он применил математическую модель к опционам. «Думаю, именно первая научная работа стала моим самым большим вкладом за всю карьеру. Я очень ею горжусь», – отмечает он.

По словам Бушуева, за эти годы команда трейдеров и специалистов по количественному анализу увеличилась, и сейчас в компаниях Koch Supply & Trading и Koch Global Partners работает около 20 управляющих портфельными активами.

«Культура компании – это эволюция, – говорит Бушуев. – В торговле обычно не получается зарабатывать деньги одним и тем же способом более двух лет подряд. Каждый год нужно придумывать что-то новое».

Бушуев полагает, что на следующих этапах развития рынка будут задействованы люди, оснащенные быстрыми и мощными машинами и моделями. Такие люди смогут показать лучший результат, чем машина. «Машины не понимают того, что движет рынком, – поясняет он. – Это мнение нашей команды. Оно несколько отличается от видения некоторых команд аналитиков, которые занимаются разработкой более быстрых и лучших машин. Мы же считаем, что сможем превзойти машины, и нам нравится торговать против них».

Карьера в компании Koch Supply & Trading

1997 – 1998: вице-президент, старший специалист по количественному анализу

1998 – 2000: вице-президент, маркет-мейкер по опционам с сырой нефтью

2000 – 2006: вице-президент, директор по операциям с энергетическими деривативами в США

2006 – по настоящее время: директор по международным операциям с энергетическими деривативами

2012 – по настоящее время: президент компании Koch Global Partners