

Д Ж Е К Ш В А Г Е Р



ВЕЛИКИЕ МАГИ ХЕДЖ - ФОНДОВ

ТРЕЙДЕРЫ, КОТОРЫЕ НЕ ПРОИГРЫВАЮТ

альпина **PRO**

ALËNKA
CAPITAL



Джек Швагер

**Великие маги хедж-
фондов. Трейдеры,
которые не проигрывают**

«Альпина Диджитал»

2012

Швагер Д. Д.

Великие маги хедж-фондов. Трейдеры, которые не проигрывают /
Д. Д. Швагер — «Альпина Диджитал», 2012

ISBN 978-5-20-600120-4

Сегодня все больше людей в России ищут способы приумножить свой семейный капитал, в том числе и за счет игры на бирже. Многие при этом ищут среди уже состоявшихся трейдеров образцы, которые можно было бы легко скопировать, добившись финансового успеха. Книга Джека Швагера, известного инвестора и аналитика фондового рынка, предостерегает от таких попыток. «Не пытайтесь повторить!» – так, к примеру, резюмирует автор свое интервью со знаменитым трейдером Джимми Балодимасом. Основная мысль автора, тот вывод, к которому он пришел в результате блестяще проведенной серии интервью с «великими магами» биржи в США: каждый трейдер, чтобы преуспеть, должен нащупать свой индивидуальный стиль работы, то, что подходит лично ему. Трейдинг – отнюдь не удел элиты. Не выявилось никакой корреляции между успехом в торговле и образованием или предыдущей профессией. Общность трейдеров прослеживалась в трудолюбии и целеустремленности, а также в их желании разгадать загадку рынка. Однако для того чтобы найти свой неповторимый стиль, полезно будет ознакомиться с опытом величайших трейдеров современности – не для того, чтобы пытаться повторить их методы, но для того, чтобы окунуться с головой в поэзию американского фондового рынка, почувствовать переплетение личной судьбы и характера с сухими цифрами биржевых котировок. В книге представлены глубинные интервью с 15 известнейшими биржевиками в США, «магами хедж-фондов», включая Джоэла Гринблатта, Эда Торпа, Майкла Платта, Рэя Далио, Колма О’Ши. Это люди с разными судьбами, выходцы из разных слоев общества, объединенные лишь целеустремленностью и желанием избежать психологических препятствий, которые мешают выигрывать большинству. Что же это за препятствия и как стать трейдером, который не проигрывает, – читайте в книге Джека Швагера. Не существует единственно верного способа зарабатывать деньги. Те, кто добивается успеха, делают это потому, что

находят то, что работает для них. Попытка воспользоваться чужими идеями почти всегда приводит к провалу. У всех успешных трейдеров есть своя методология, собственный подход, который соответствует и удобен именно им. Вы узнаете Какими путями добились успеха 15 величайших трейдеров современности; Как нащупать индивидуальный стиль работы на бирже. Для кого Для профессиональных трейдеров и инвесторов, для тех, кто хочет более эффективно управлять собственным капиталом.

ISBN 978-5-20-600120-4

© Швагер Д. Д., 2012

© Альпина Диджитал, 2012

Содержание

Рекомендуем книги по теме	8
К читателям	13
Предисловие	14
Вступление	16
Благодарности	18
Часть 1. Макротрейдеры	19
Глава 1. Колм О'Ши	19
Конец ознакомительного фрагмента.	45

Джек Швагер

Великие маги хедж-фондов.

Трейдеры, которые не проигрывают

Переводчик *В. Скворцов*

Редактор *А. Романов*

Руководитель проекта *А. Тиуровская*

Корректоры *Е. Якимова, Н. Казакова*

Компьютерная верстка *О. Щуклин*

Copyright © 2012 by Jack D. Schwager

© Издание на русском языке, перевод, оформление. ООО «Альпина ПРО», 2022

Все права защищены. Данная электронная книга предназначена исключительно для частного использования в личных (некоммерческих) целях. Электронная книга, ее части, фрагменты и элементы, включая текст, изображения и иное, не подлежат копированию и любому другому использованию без разрешения правообладателя. В частности, запрещено такое использование, в результате которого электронная книга, ее часть, фрагмент или элемент станут доступными ограниченному или неопределенному кругу лиц, в том числе посредством сети интернет, независимо от того, будет предоставляться доступ за плату или безвозмездно.

Копирование, воспроизведение и иное использование электронной книги, ее частей, фрагментов и элементов, выходящее за пределы частного использования в личных (некоммерческих) целях, без согласия правообладателя является незаконным и влечет уголовную, административную и гражданскую ответственность.

* * *

Д Ж Е К Ш В А Г Е Р



ВЕЛИКИЕ
МАГИ
ХЕДЖ-ФОНДОВ

ТРЕЙДЕРЫ,
КОТОРЫЕ НЕ ПРОИГРЫВАЮТ

альпина **PRO**

ALËNKA
CAPITAL



МОСКВА
2022

Рекомендуем книги по теме

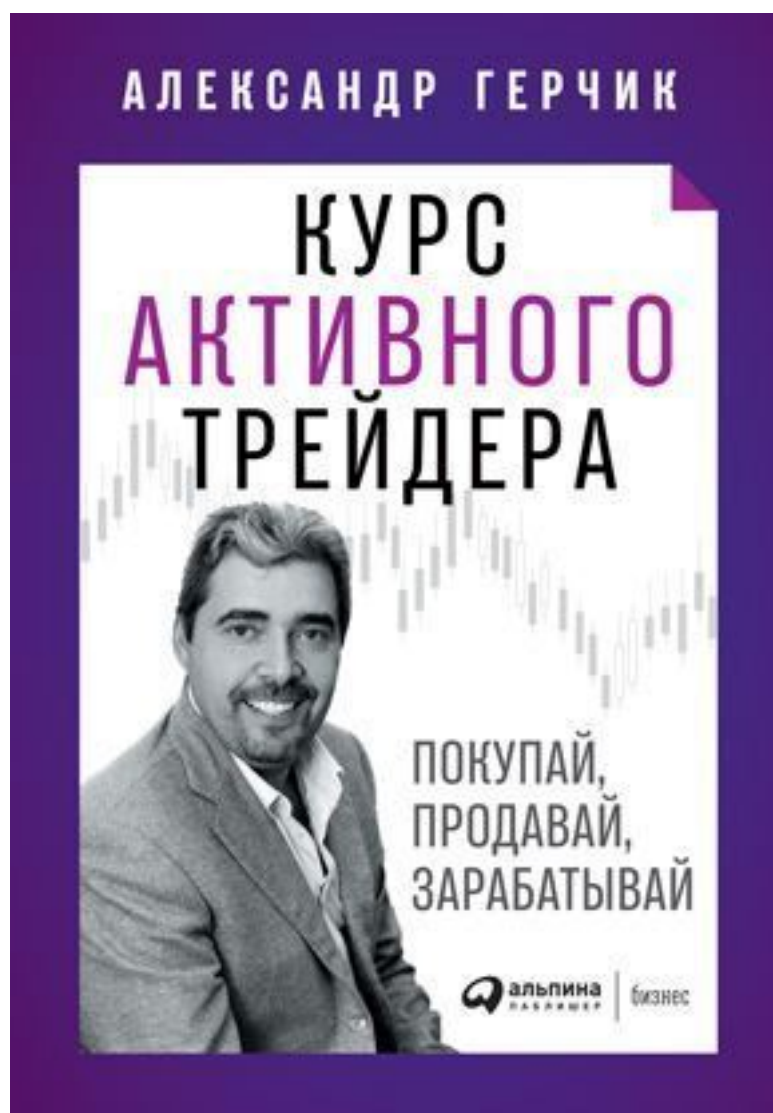


Таинственные маги рынка: лучшие трейдеры, о которых вы никогда не слышали

Джек Швагер



Психология трейдинга: Инструменты и методы принятия решений
Бретт Стинбарджер



Курс активного трейдера: Покупай, продавай, зарабатывай
Александр Герчик



Японские свечи: Графический анализ финансовых рынков

Стив Нисон

*С любовью к моей жене, Джо Энн.
Ты лучшее, что было и есть в моей жизни.
(Знаю наверняка, потому что она сама мне об этом сказала.
А она еще ни разу не ошиблась.)*

*Лара Логан: Чувствуете ли вы скачок адреналина?
Алекс Хоннольд:
Обычно нет. Если я чувствую скачок адреналина, значит, что-то
пошло не так. Ситуация должна развиваться неспешно, согласно плану.
Выдержка из интервью «60 минут» от 10 октября 2011 г.
с Алексом Хоннольдом, лучшим в мире скалолазом фри-соло, среди
выдающихся достижений которого одиночное восхождение по северо-
западной стене Хаф-Доум – гранитной скале высотой 2694 м над
уровнем моря в Йосемитском национальном парке.*

*Чтобы сделать пылесос, я сконструировал 5127 прототипов.
Другими словами, потерпел 5126 неудач. И в то же время я совершал
открытия.
Джеймс Дайсон*

К читателям

В 2007 г. мой коллега, фанат технического анализа, стал увлеченно говорить об эффективном методе торговли любым инструментом с помощью скользящих средних. На мои возражения, что все это трудно проверить задним числом, он рассказал мне об Эде Секойте и подарил книгу «Биржевые маги» Джека Швагера.

Некоторое время спустя, в поезде, я добрался до «Магов», и книга меня захватила с самых первых страниц. Не будет преувеличением сказать, что я испытал настоящее вдохновение и желание добиться результатов, сопоставимых с достижениями героев книги. Я перечитывал ее снова и снова, оставлял на страницах пометки и каждый раз открывал для себя что-то новое, так как информация ложилась на уже приобретенный опыт. И каждый раз на вопрос «а какую книгу ты посоветуешь почитать, чтобы лучше узнать фондовый рынок?» я отвечал: «"Биржевые маги". Только "Биржевые маги" и их продолжения!»

Помимо познавательных и головокружительных историй становления таких известных трейдеров, как Пол Тюдор Джонс, Уильям О'Нил, Джим Роджерс и др., книга привлекла меня еще и тем, что рассказывала всем и каждому, какой сложный путь к успеху, какие невероятные испытания и тяжелые поражения поджидают тех, кто решил заняться инвестициями и торговлей на бирже. При этом у каждого будет собственный путь – от анализа поведения толпы до расчета сложных мультипликаторов.

Сейчас, в 2022 г., российский фондовый рынок переживает сложный период. Инвесторы тревожатся и задаются вопросом, что же будет дальше. Отмечу, что серия «Маги рынка» с интервью с лучшими из лучших (по мнению Джека Швагера) охватывает с учетом начала карьеры участников период с 1960-х по 2010-х гг. Читая эти книги, мы можем изучить отдельные стратегии торговли известных биржевиков, а еще погрузиться в историю американского фондового рынка, который на протяжении названных десятилетий испытывал невообразимые скачки от эйфории до паники, пережил stagflation, Вьетнам, два технологических краха, 11 сентября, инвестиционный бум, ипотечный кризис, пандемию. Ставка ФРС колебалась в диапазоне от 0,25 % до 20 %. Тем не менее за 60 лет индекс S&P 500 принес 10,5 % доходности, что уже неплохо. И Джек Швагер сумел найти тех, кто относительно стабильно опережал индекс и других участников биржевого марафона. И это не может не обнадеживать!

В России вышло четыре из пяти книг серии (в 1989, 1992, 2001, 2020 г.), благодаря которым вы сможете воссоздать историю биржевой индустрии за несколько десятилетий, попробовать отыскать параллели, например, между сегодняшним днем и инфляционными рынками 1970-х гг. В этой книге (в США она вышла в 2012 г.) вы найдете истории и подходы на тот момент еще малоизвестного Рея Далио, героя «большой игры на понижение» Джейми Мая и математика Эдварда Торпа. И для нас большая честь принять участие в ее переводе и в издании. Теперь российскому читателю доступна вся легендарная серия целиком. Надеюсь, это подарит вам приятные часы за увлекательным чтением и принесет огромную пользу.

Элвис Марламов, основатель сообщества частных инвесторов Alënka Capital

Предисловие



Однажды в некоем королевстве из-за засухи случился неурожай. Цена на зерно, разумеется, выросла. Одни начали экономить и печь меньше хлеба, а другие стали скупать пшеницу и создавать запас в расчете на дальнейшее подорожание.

Узнав о перекупщиках и высоких ценах, король разослал по городам и весям своих глашатаев, чтобы те разьясняли: отныне спекуляция – государственное преступление и нарушителей ждет суровое наказание.

Новый закон, как и большинство законов против свободного рынка, только усугубил проблему. Вскоре в ряде городов вообще не осталось пшеницы, а где-то, по слухам, ее было даже с избытком. Король все повышал и повышал штрафы, однако цена зерна, если его вообще можно было найти, только росла.

В один прекрасный день придворный шут, весело потренькивая бубенчиками на своем колпаке, в два счета на пальцах втолковал своему суверену, как покончить с голодом и прослыть мудрым и справедливым правителем. На следующий день солдаты снова отправились по городам, но на этот раз они провозглашали отмену всех законов против скупщиков и предлагали на каждом центральном рынке повесить местную цену на пшеницу.

Города предложение приняли. Где-то цены оказались неожиданно высокими, где-то – неожиданно низкими. В следующие дни дороги между городами превратились в реки пшеницы: спекулянты спешили сбросить спреды. Не прошло и недели, как цены на зерно выровнялись и хлеба стало хватать всем.

Придворный шут, обладающий острым чутьем и озабоченный собственным выживанием, внимательно проследил, чтобы вся слава досталась королю.

Мне нравится эта история.

Самое интересное, конечно, в том, откуда придворному шуту было так много известно о функционировании рынков и как ему удалось донести эти знания до короля.

Едва ли мы получим точный ответ. Мне, например, думается, что придворный шут часто посещал королевскую библиотеку, где изучал «Воспоминания биржевого спекулянта»¹ Эдвина Лефевра, «Психологию народов и масс»² Густава Лебона, «Наиболее распространенные заблуждения и безумства толпы»³ Чарльза Маккея и книжную серию «Маги рынка» Джека Швагера.

Оказывается, что торговля – это решение большинства экономических проблем; *свободный рынок, неприкосновенность торговли и здоровая экономика* – все это способы выразить

¹ Лефевр Э. Воспоминания биржевого спекулянта. – М.: Бомбора, 2021.

² Лебон Г. Психология народов и масс. – М.: Эксмо-Пресс, 2018.

³ Маккей Ч. Наиболее распространенные заблуждения и безумства толпы. – М.: Альпина ПРО, 2022.

одну и ту же мысль. И в этой связи читатели – это наши сторонники, а мужчины и женщины в книгах Джека Швагера – наши герои.

Свои книги о торговле Швагер иллюстрирует яркими портретами трейдеров. Находит идеальные примеры, делает своих героев понятными и доступными и позволяет им самим рассказывать, чем именно они занимаются и как все в точности происходит. Швагер дает нам возможность ощутить трудности, радости и горести, с которыми сталкиваются его подопечные. Таким образом, мы близко знакомимся с каждым из них и узнаем об их жизненных принципах, например – смирись, следуй за потоком, управляй рисками, делай по-своему.

Книги Швагера – обязательное чтение для действующих трейдеров и тех, кто планирует сам заняться трейдингом или выбирает себе трейдера.

С Джеком мы знакомы давно, с тех самых пор, когда только начинали карьеру и недостаток опыта компенсировали избытком энтузиазма. На протяжении многих лет я следил за тем, как он рос, взрослел и развивал талант, превращаясь в нашего главного летописца.

Вклад Швагера огромен. «Маги рынка» вдохновили целое поколение новых трейдеров; позже многие из них появились в «Новых магах рынка» и в «Магах фондового рынка». Серия «Маги рынка» стала сродни олимпийскому факелу, который передается из поколения в поколение. Традицию продолжают «Великие маги хедж-фондов». Трейдеры регулярно обращаются к главам из книг Швагера как к справочным материалам, на основе которых разрабатывают собственные методы и руководства. Труды Джека – неотъемлемая составляющая образа мышления и языка трейдинга.

Около 30 лет назад Швагер прочел «Воспоминания биржевого спекулянта» и, несмотря на прошедшие после публикации книги 60 лет, отметил ее значимость и актуальность. Такими же высокими стандартами он руководствуется и при написании собственных работ.

Я обратил внимание, что книги, действительно отвечающие таким стандартам, обычно оказываются в библиотеках как трейдеров, так и придворных шутов, на одной полке с «Воспоминаниями...», «Психологией...» и «Наиболее распространенными заблуждениями и безумствами толпы».

В моей библиотеке именно там и стоят книги Джека.

Эд Сейкота Бастрон, Техас 25 февраля 2012 г.

Вступление

Эта книга – результат моих постоянных встреч с выдающимися трейдерами, организованных для того, чтобы осознать составляющие их успеха и их отличия от множества не столь успешных участников рынка. Среди опрошенных трейдеров – и основатель крупнейшего в мире хедж-фонда, управляющий активами в объеме \$120 млрд и 1400 сотрудниками, и трейдер-одиночка с активами всего \$50 млн. Одни торгуют в долгосрочной перспективе, удерживая позиции в течение многих месяцев и даже лет, другие ориентируются на краткосрочный трейдинг, вплоть до одного дня. Кто-то использует исключительно фундаментальные данные, кто-то – только технические, а кто-то сочетает и те и другие. У кого-то из трейдеров очень высокая средняя доходность при значительной волатильности, а у кого-то доходность куда умереннее, но с гораздо более низкой волатильностью.

Всех управляющих объединяет одно: они демонстрируют умение выдавать превосходное соотношение доходность/риск. Поскольку многое из того, что выдается за высокую доходность, отражает лишь готовность идти на больший риск, а не уровень мастерства, считаю, что коэффициент доходность/риск – намного более значимый показатель, чем просто доходность. На самом деле заикленность инвесторов на доходности без должного учета риска – одна из величайших инвестиционных ошибок. Но это история для другой книги. Один из показателей доходность/риск, который я считаю очень полезным, – это коэффициент прибыль/боль, цифры, которые объясняются в приложении А.

Интервью для этой книги отбирались с учетом трех основных критериев.

1. Управляющие имели превосходные показатели доходность/риск на протяжении долгого времени, как правило (но не без исключений) порядка десяти и более лет, а часто и гораздо дольше.

2. Управляющие охотно и откровенно делились опытом и давали советы по трейдингу.

3. Интервью получились захватывающими, а главы – интересными.

Несколько интервью не вошли в книгу, поскольку не соответствовали тому или иному критерию.

На более долгосрочных интервалах (например, 10 или 15 лет) хедж-фонды неизменно превосходят индексы акций и взаимные фонды⁴. Как правило, у хедж-фондов в целом весьма скромный максимум доходности, но гораздо более низкая волатильность и просадка акций. Парадоксально, но хедж-фонды, которые рассматриваются как высокоспекулятивные, на самом деле оказываются куда консервативнее, чем традиционные инвестиции, например взаимные фонды. Именно вследствие более низкого риска хедж-фонды демонстрируют лучшие показатели доходность/риск, чем взаимные фонды или индексы акций. Более того, лучшие управляющие почти всегда находятся в хедж-фондах. Неудивительно, ведь поощрительные гонорары хедж-фондов неизменно привлекают лучших специалистов.

Когда я проводил интервью для двух первых книг «Маги рынка» (1988–1991)⁵, хедж-фонды еще слабо котиrowались на мировой инвестиционной сцене. По оценкам Van Hedge Fund Advisors, общий объем активов под управлением в отрасли в тот период составлял \$50–100 млрд. С тех пор многое изменилось, и благодаря взрывному росту хедж-фондов, количество которых увеличилось более чем в 20 раз, под управлением в отрасли находится более

⁴ Все заявления о производительности хедж-фондов как инвестиционной категории основаны на данных, предоставленных хедж-фондами. Индексы, основанные на доходности фондов, по большому счету позволяют избежать значительной статистической погрешности, присущей индексам хедж-фондов, которые основаны на доходности отдельных управляющих.

⁵ Швагер Дж. Биржевые маги: интервью с топ-трейдерами. – М.: Диаграмма, 2004; Швагер Дж. Новые маги рынка: Беседы с лучшими трейдерами Америки. – М.: Альпина Паблишер, 2004.

\$2 трлн. Влияние трейдинговой деятельности хедж-фондов намного превышает их номинальный размер, потому что их управляющие торгуют гораздо активнее, чем управляющие традиционными фондами. На поведении рынка сказалась возросшая роль хедж-фондов.

Поскольку на хедж-фонды приходится гораздо больший процент трейдинговой активности, торговля стала сложнее. Этот эффект прослеживается в ряде стратегий. Например, систематические тренд-фолловеры добились огромных успехов в 1970-х и 1980-х гг., когда на них приходилось меньшинство фьючерсной торговли, но показатели их доходности (риска) резко упали в следующие десятилетия, когда они стали составлять большую часть пула. Больше рыбы – меньше корма.

Даже если не учитывать тот аргумент, что игра усложнилась из-за возросшей роли хедж-фондов, надо учесть, что она как минимум изменилась. Рынки меняются – хорошие трейдеры адаптируются к изменениям. По словам управляющего хедж-фондом Колма О'Ши, «трейдеры, успешные в долгосрочной перспективе, умеют адаптироваться к изменениям. Если сейчас они используют набор определенных правил, то через десять лет станут нарушать те же самые правила. Почему? Потому что мир изменился». Отчасти изменения эти произошли благодаря растущей популярности хедж-фондов.

Неудивительно, что почти все трейдеры, интервью которых вошли в эту книгу, – управляющие хедж-фондами (или были таковыми). Единственное исключение – Джимми Балодимас, очень успешный трейдер компании First New York Securities; ему пришлось адаптироваться к присутствию хедж-фондов. В интервью он рассказывает, как деятельность хедж-фондов изменила характер движения цен на акции и как ему потребовалось скорректировать свой подход.

За поколение, выросшее с тех пор, как я написал первую книгу «Маги рынка», рынки изменились. Однако, с другой стороны, все осталось по-прежнему. Когда я спросил Эда Сейкота (см. кн. «Маги рынка»), изменила ли рынки растущая роль профессионалов (что, как показало время, тогда только начиналось), тот ответил: «Нет. Рынки такие же, какими были пять-десять лет назад, потому что продолжают меняться – так же, как и тогда».

Во многих интервью трейдеры ссылаются на мои предыдущие книги. Часть отсылок я опустил, но получилось все равно много. Осознаю, насколько корыстным может показаться этот ход. Между тем решение я принимал, задаваясь вопросом: «Включил бы я этот комментарий, если бы трейдер ссылался на чужую книгу?» – и если да, то включал комментарий.

Тот, кто жаждет найти некую секретную формулу, которая поможет ему влегкую обыграть рынки, не там ищет. Однако тот, кто стремится улучшить навыки трейдинга, извлечет из интервью огромную пользу. Уроки торговли и идеи, которыми делятся трейдеры, неподвластны времени. Думаю, что рынки – пусть они постоянно меняются – в каком-то смысле остаются неизменными, хотя бы в силу постоянства человеческой натуры. Помню, как, прочитав «Воспоминания биржевого спекулянта», был поражен, насколько актуальна книга спустя более 60 лет после ее написания. Не собираюсь проводить аналогии между книгой, которую вы держите в руках, и «Воспоминаниями...», но моя цель – чтобы «Великие маги хедж-фондов» оставались значимыми и полезными даже спустя 60 лет.

Благодарности

Прежде всего я хочу поблагодарить Закари, моего сына, за то, что он помогал мне тестировать книгу прямо по ходу ее создания. У Закари есть три подходящих качества: он понимает предмет, умеет писать и, самое главное, может быть честным до жестокости. Вот его комментарий по поводу одной из глав: «Прости, папа, думаю, ты должен от нее отказаться». Мне было жаль двух недель работы, но, поразмыслив, я осознал, что сын прав. Закари внес множество полезных предложений (помимо «должен от нее отказаться»), и большинство я учел. Какими бы недостатками ни обладала эта книга, без Закари она получилась бы много хуже.

Четыре интервью для этой работы предложили и организовали другие люди. Я глубоко признателен Джону Апперсону, Джайраджу Чокши, Эстер Хилер и Закари Швагеру. Также хочу отметить, что источником идей для одного из интервью послужила потрясающая книга Майкла Льюиса «Большая игра на понижение. Тайные пружины финансовой катастрофы»⁶. Еще поблагодарю Джеффа Фейга и, наконец, трейдеров, которые согласились дать интервью и поделиться своими соображениями.

⁶ Льюис М. Большая игра на понижение. Тайные пружины финансовой катастрофы. – М.: Альпина Паблишер, 2020.

Часть 1. Макротрейдеры

Глава 1. Колм О'Ши

Знать, когда идет дождь

Когда я попросил Колма О'Ши вспомнить об ошибках, послуживших ему уроком, он сперва затруднился привести примеры, а затем рассказал о сделке, в результате которой упустил возможность получить прибыль. Дело не в том, что О'Ши не ошибается. Ошибается, и довольно часто. По его собственному признанию, как минимум в 50 % случаев. Но ни один из промахов не тянет на занятую историю. Большие торговые убытки несовместимы с методологией О'Ши. Он глобальный макротрейдер. Его стиль – это получение прибыли за счет прогнозов по трендам на мировых валютных, фондовых и товарных рынках, а также на рынках процентных ставок. На первый взгляд может показаться, что стратегия, требующая участия в трендовых движениях на основных мировых рынках, не располагает к жесткому ограничению убытков, но если следовать стилю торговли О'Ши, то все совсем наоборот.

О'Ши называет свои трейдинговые идеи гипотезами. Если рынок движется в направлении, противоположном ожидаемому, значит, относительно этой сделки предположение О'Ши оказалось неверным, и тогда он ликвидирует позицию. Прежде чем совершить сделку, О'Ши определяет ценовой уровень, который опровергнет его гипотезу, и рассчитывает размер своей позиции таким образом, чтобы убыток от движения к этому ценовому уровню ограничивался небольшим процентом активов. Вот почему у него нет громких историй о неудачных сделках.

В первую очередь О'Ши заинтересовался политикой, во вторую – экономикой, а уже в третью – рынками. Его подростковые годы пришлось на возникновение тэтчеризма и общенациональные дебаты по поводу уменьшения роли правительства в экономике. Эти обсуждения пробудили интерес О'Ши к политике, а вскоре и к экономике. О'Ши так хорошо ее изучил, что устроился экономистом в консалтинговую фирму, где открылась вакансия из-за неожиданного ухода сотрудника, еще до поступления в университет. На собеседовании О'Ши попросили объяснить кажущийся парадокс кейнсианского множителя. Интервьюер спросил, как возникает экономический стимул, когда у людей забирают деньги путем продажи облигаций, а затем возвращают ту же сумму через бюджетные расходы. «Хороший вопрос, – ответил О'Ши. – Никогда об этом не задумывался». Видимо, работодателям понравилось, что он не стал блефовать и честно признал, что чего-то не знает, и его наняли.

О'Ши, который приобрел хорошие практические знания по эконометрике благодаря независимой интерпретации данных, назначили специалистом по бельгийской экономике. Его подготовки было достаточно, чтобы использовать эконометрические модели фирмы для составления прогнозов. Однако О'Ши держали на заднем плане и не разрешали разговаривать с клиентами напрямую. Фирма не могла честно признать, что прогнозы и отчеты составляет 19-летний парень. Но они охотно позволяли О'Ши выполнять всю работу, контролируя его только затем, чтобы убедиться, что он не напортачит.

В то время большинство экономистов сходились на мнении, что у Бельгии негативные перспективы. Но О'Ши изучил данные, провел собственное моделирование и пришел к выводу, что на самом деле у Бельгии довольно хорошие перспективы роста. Прогноз, который он хотел составить, был бы как минимум на 2 % выше, чем у любого другого экономиста. «Не получится, – сказали ему. – Это так не работает. Мы позволим вам сделать один из самых высо-

ких прогнозов, и, если рост будет действительно настолько серьезным, мы все равно окажемся правы, получив прогноз, близкий к верхней границе диапазона. Прогноз, выходящий за пределы диапазона, ничего нам не даст, но вот если вы ошибетесь – мы выставим себя на посмешище». Прогноз О'Ши оказался верным, но спасибо он так и не дождался.

За год работы О'Ши извлек для себя важный урок: он понял, что не хочет быть экономическим консультантом: «Им важнее оформление работы, а не ее результаты. В экономическом прогнозировании преобладает стадное чувство. Не отклоняясь далеко от ориентира, оставаясь в рамках преобладающего диапазона, вы получаете все преимущества правоты без недостатков. Усвоив правила игры, я стал относиться к ней с известной долей цинизма».

После Кембриджа в 1992 г. О'Ши устроился трейдером в Citigroup. Каждый год он приносил прибыль, а его линия риска и обязанности неуклонно росли. Когда в 2003 г. О'Ши покинул Citigroup, чтобы стать управляющим портфелем в Quantum Fund Джорджа Сороса, он торговал на уровне риска, равнозначном многомиллиардному хедж-фонду. Успешно проработав два года у Сороса, О'Ши перешел в фонд фондов Balyasny на должность управляющего по глобальной макростратегии, а два года спустя на основе этого портфеля создал собственный хедж-фонд СОМАС.

У О'Ши не было ни одного убыточного года. Большая часть данных о результатах его работы в Citigroup и у Сороса недоступна для публики, поэтому точно оценить показатели его эффективности за тот период нельзя. В нашем распоряжении есть только сведения о деятельности О'Ши в Balyasny с декабря 2004 г., а также о портфеле его текущего хедж-фонда, созданного в июне 2006 г. По состоянию на конец 2011 г. среднегодовая совокупная чистая прибыль за оба эти периода составила 11,3 % с годовой волатильностью 8,1 % и наибольшим месячным убытком в размере 3,7 %. Если вашей первой мыслью стало «всего 11,3 %», давайте сделаем отступление и поговорим об оценке эффективности.

Доходность зависит как от навыков (в выборе, совершении и ликвидации сделок), так и от уровня принимаемого риска. Двойной риск – двойная прибыль. Поэтому истинная мера эффективности – отношение доходности к риску, а не доходность. Такой способ оценки особенно актуален для глобальной макроэкономической стратегии, в которой для установления и поддержания позиций в портфеле обычно требуется только часть активов в управлении.

Таким образом, глобальный макроменеджер может многократно увеличить подверженность риску с помощью существующих активов в управлении (то есть без привлечения заемных средств). Степень подверженности будет определять уровень как доходности, так и риска. О'Ши решил управлять собственным фондом с относительно низким уровнем риска. Будь то волатильность (8,2 %), наибольший месячный убыток (3,7 %) или максимальная просадка (10,2 %), его показатели риска примерно вдвое ниже, чем в среднем у глобальных макроменеджеров.

Если бы О'Ши работал примерно на том же уровне риска, что и большинство глобальных макроменеджеров, или, аналогично, с уровнем волатильности, равным S&P 500, то среднегодовая совокупная чистая прибыль его фонда составила бы около 23 %. А если бы он управлял портфелем как владелец собственного счета (тип счета, при котором уровень риска по отношению к активам гораздо выше), его доходность была бы намного выше при тех же торговых результатах. Эти разночтения исчезают, если эффективность измерять как отношение доходности к риску, которое не меняется в зависимости от степени подверженности. Отношение прибыли к убыткам GPR (показатель доходность/риск, подробно описанный в приложении А) у О'Ши составляет 1,76.

Наша беседа состоялась в Лондоне в день королевской свадьбы. Часть улиц была перекрыта, поэтому мы встретились не в офисе, а в клубе, членом которого является О'Ши. В этом клубе его привлек неформальный дресс-код. Интервью проходило в гостиной – уютном помещении, где, к счастью, было малолюдно: вероятно, большинство посетителей в это время

наблюдали за свадьбой. О'Ши увлеченно излагал свои взгляды на экономику, рынки и торговлю, как вдруг к нам подошел мужчина и попросил говорить тише. О'Ши извинился и перешел чуть ли не на шепот. Наш разговор, как и другие интервью, я записывал на диктофон – записи я веду настолько плохо, что даже не пытаюсь этого делать, – и мне стало страшно, что динамик не уловит тихую речь О'Ши. Тревога усиливалась всякий раз, когда шум вокруг становился громче: разговоры, фоновая музыка и временами звонкий лай собак одного из членов клуба. В конце концов я попросил О'Ши говорить чуть-чуть громче. Собачник направился к выходу, и когда он поравнялся с нами, я с удивлением – хотя на самом деле этого стоило ожидать – понял, что это тот же господин, который упрекнул О'Ши.

* * *

– Когда вы заинтересовались рынками?

– Это произошло по невероятной случайности. В 17 лет я путешествовал по Европе. В Риме у меня закончились книги, и я отправился на местный рынок. Но у книжного торговца на английском были только «Воспоминания биржевого спекулянта». Старый потрепанный том. Я храню его до сих пор. Берегу как зеницу ока. Книга оказалась потрясающей. Благодаря ей все и сложилось.

– Что вас привлекло?

– В макроэкономике меня...

– Нет, я о книге. Ведь она не имеет ничего общего с макроэкономикой.

– Не соглашусь. В ней есть и об этом. Она начинается с того, что главный герой просто читает ленту, но посмотрите, в кого он вырастает. Все дают ему советы, но один персонаж, мистер Партридж, произносит ключевую фразу: «Это рынок быков».

Он настоящий макроэкономист. Партридж учит рассказчика видеть общую картину. Цифры движутся не произвольно. Есть нечто, что превращает рынок в бычий или в медвежий. Постепенно главный герой начинает мыслить фундаментальными категориями. Он говорит о спросе и предложении, а именно на этом и построена вся глобальная макростратегия.

Людей будоражат изменения цен, но они упускают из виду общую картину, в рамках которой происходят эти колебания. Ценовая динамика имеет значение только в контексте фундаментального ландшафта. Как в парусном спорте: да, ветер важен, но и течения тоже важны. Если вы ничего о них не знаете и учитываете только ветер, то разобьетесь о скалы. Вот так я воспринимаю фундаментальный и технический анализ. Чтобы получить полную картину, нужно уделять внимание и тому и другому.

«Воспоминания...» – блестящая книга о путешествии. Рассказчик начинает с интереса к тому, как цифры ползут вверх и вниз. Я начал с интереса к политике и экономике. Но в итоге мы оба оказались не так далеко друг от друга. Нужно развивать собственный рыночный опыт. Полное понимание, о чем говорят трейдеры в книгах, приходит только после того, как сделаешь это сам. Именно тогда ты осознаешь, что они имели в виду. И все сразу становится очевидным. Но пока не испытаешь на себе, не научишься, это трудно понять.

– Итак, вы прочли «Воспоминания...». Каким был ваш следующий шаг на пути к трейдингу?

– Я поступил в Кембридж на экономический. Я с 12 лет, задолго до того, как у меня появился интерес к рынкам, знал, что хочу изучать экономику. Хотел этого, потому что любил ее, а не потому что считал это верной дорогой к рынкам. А многие руководствуются совсем другими мотивами.

– Что важного вы узнали об экономике в колледже?

– Мне очень повезло, что я пошел в колледж именно тогда. Если бы я учился там сейчас, то, вероятно, был бы крайне разочарован методиками преподавания.

– Поясните, пожалуйста, почему.

– В мое время экономика преподавалась скорее как философия, а не инженерия. Теперь же она превратилась в строгую математику и моделирование. Суть математического моделирования в том, что для решения задач необходимо делать предположения. Они становятся аксиомами для всего предмета – не потому что верны, а потому что необходимы для получения ответов. Таким образом, легче предположить, что рынки эффективны, ведь без такой гипотезы вы не сможете выполнить расчеты. Проблема в том, что на самом деле рынки неэффективны, но этот факт просто игнорируется.

– И математические модели не могут учесть непредсказуемое влияние спекулянтов.

– Верно. Потому что стоит их ввести – и у вас получится математическая модель, которую невозможно использовать для решения. В современном мире экономики математическая строгость ценится превыше всего. Это единственный способ получить докторскую степень, единственный способ сделать научную карьеру, единственный способ добиться пожизненной должности. В результате всем, кого бы я назвал экономистами, пришлось перейти на факультеты истории, политологии или социологии. Математизация экономики оказалась катастрофой, потому что сильно сузила область изучения.

– Кто ваш любимый экономист?

– Кейнс. Жаль, что кейнсианство утратило роль ведущего направления экономической теории Запада и отошло на задний план.

– А все потому, что в США с его помощью обозначают дефицитное финансирование, независимо от того, происходит ли это при экономическом росте или спаде.

– Но он говорил о другом.

– Знаю. Хотя в 2008 и 2009 гг. он, разумеется, поддерживал бы дефицитные расходы, но наверняка смотрел бы на них иначе в условиях растущей экономики, которая преобладала до этого.

– Да, Кейнс был фискальным консерваторм.

– Мне любопытно, что вы думаете о критической дилемме, которая стоит перед США. С одной стороны, если позволить дефициту продолжаться, это приведет к катастрофическим последствиям. С другой, если сокращать расходы при высоком уровне безработицы, это спровоцирует серьезный экономический спад, что повлечет за собой снижение доходов и увеличение дефицита.

– Аргумент в пользу налогового-бюджетного стимулирования закономерен и логичен. Контраргумент о том, что сейчас мы должны сократить расходы, тоже вполне разумен. Но способы выражения этих позиций зачастую совершенно иррациональны. Полагаю, самую большую ошибку люди совершают, когда предполагают, что ответ есть, хотя на самом деле хорошего ответа может и не быть.

У меня возникло такое же чувство после президентских выборов 2008 г. Я думал, что с управлением в экономике все настолько плохо из-за взрывного роста долга и краха экономи-

ческой активности после финансового пузыря, что никакого выхода и вовсе быть не может. Американская юмористическая газета *Onion* прекрасно уловила ситуацию. Их заголовок после избрания Обамы звучал так: «Черный мужчина получил худшую работу в стране».

Все решения, которые сработают в реальном мире, должны учитывать, что США не так богаты, как думают американцы. Большинство политических решений будут отрицать этот факт. Какой выбор сделаете вы? Трудный вопрос.

– Вы уже в университете знали, чем будете заниматься?

– Да, я хотел стать трейдером. Впрочем, сейчас я понимаю, что плохо понимал тогда, что это значит.

– Какой была ваша первая работа после завершения учебы?

– Я устроился младшим трейдером в Citigroup, в валютный отдел. И в мою первую рабочую неделю фунт был исключен из ERM.

Европейский механизм валютных курсов (ERM), действовавший за десятилетия до введения евро, удерживал обменные курсы европейских валют в пределах определенных ценовых диапазонов. Великобритания была вынуждена выйти из ERM в 1992 г., когда фунт опустился ниже границы своего коридора.

– В ту неделю, когда Джордж Сорос, говоря простым языком, «сломал Банк Англии»?

– Вы, вероятно, знаете, что я работал на Сороса до того, как основал свой собственный фонд. Моя любимая история о нем касается интервью с канцлером Норманом Ламонтом, который заявил, что у Банка Англии есть 10 миллиардов в резерве для защиты фунта от спекулянтов. Джордж якобы прочел отчет об этом интервью в утренней газете и подумал: «10 миллиардов. Какое примечательное совпадение! Именно такую позицию я и собирался занять».

Помню, как втолковывал начальнику отдела торговых операций, почему фунт не выйдет из ERM. Настаивал, что для консервативного правительства это было бы самоубийством, так что оно сделает все, чтобы такого не случилось.

– Что ответил босс?

– Кивнул, улыбнулся: «Ладно, посмотрим». Часа через три фунт с треском вылетел из ERM. Я чувствовал себя круглым дураком. Даже представить себе не мог, насколько власть рынков сильнее политиков. Этого не понимали и сами политики. Думаю, они не осознавали, что не контролируют ситуацию. Но и спекулянты ее тоже не контролировали. Все дело в фундаментальных факторах. Вот они действительно имеют значение. Для Великобритании оставаться в ERM было неприемлемо на фундаментальном уровне. Государство находилось в рецессии из-за сильно переоцененной валюты. Германии требовались высокие процентные ставки, чтобы сдерживать высокую инфляцию в период после объединения. Поскольку валюты были связаны, Великобритания вынужденно поддерживала высокую процентную ставку, хотя ее продолжающаяся рецессия диктовала необходимость проведения прямо противоположной политики. Все, что сделал Сорос, – это признал, что ситуация неприемлема. Попытки Банка Англии поддержать фунт были сродни попыткам бороться с гравитацией.

– Вам повезло совершить первую серьезную ошибку, когда на кону не было денег. Это произвело на вас впечатление?

– Огромное. Я понял, что рынки важнее политики. Нужно ориентироваться на реальные фундаментальные факторы, а не на желания политиков. Люди по собственной инициативе

могут не верить довольно долго, но в конце концов рынок все расставит по местам. Гениальность Сороса заключалась в том, чтобы распознать поворотный момент, когда все изменится. Это способность не только понимать, что позиция верна, но и что она верна именно *сейчас*, что именно сейчас самое время пойти на сделку с большим риском.

(Далее следует долгая дискуссия о нынешнем (2011) европейском долговом кризисе. О'Ши довольно пессимистично оценивает долгосрочные перспективы евро.)

– Вы макротрейдер. Видите проблему. Как вы ее обходите?

– Никак. И это слегка отвлекает.

– Потому что настолько неопределенное время?

– Потому что никому нет дела. И пока это никого не волнует, тренда нет. Вы бы стали шортить по Nasdaq в 1999 г.? Нельзя шортить только потому, что, на ваш взгляд, что-то фундаментально переоценено.

– Как же быть?

– Можно подождать, пока людям перестанет быть все равно. Возьмем, к примеру, Nasdaq. Вы хотите продавать Nasdaq по 4000, но только после того, как он достигнет 5000. Таким образом, вы продаете, когда идет понижение, а не повышение. Потому что кто в условиях рыночного пузыря скажет, как далеко зайдет рынок? Даже если идея хорошая, нужно выждать и распознать подходящий момент. Не надо изобретать велосипед. Если вы читаете *Financial Times*, значит, должны все знать. Не обязательно быть блестящим экономистом – нужно понимать, что по-настоящему важно. Финансовый кризис – еще один пример необходимости дожидаться подходящего момента. В период с 2006 по 2007 г. у меня было ощущение, что рынки находятся в неустойчивом пузыре. Было смешно. Творилось какое-то безумие.

– Что вы понимаете под безумием?

– Премия за риск была слишком низкой. Кредит торговался со смехотворными спредами, о качестве никто не заботился. Что вы скажете о компании, которая каждый квартал рапортует о стабильной прибыли?

– Что она манипулирует цифрами.

– Верно. Кроме этого, вы ничего не знаете. Возможно, дела компании действительно хороши, а возможно, и нет, но одно вам известно точно – она манипулирует цифрами. Людям нравится стабильный доход. Это же здорово, верно? Но вот я ненавижу стабильный доход. Для меня это верный знак, что компания не до конца честна. Обо всей этой системе я знал только то, что истинные факты утаиваются. Очевиднее всего была проблема на кредитных рынках. Шортить было нельзя, потому что терялся перенос (*выплаты процентной ставки по кредитному инструменту*), но и спреды становились все ниже и ниже. (*Уменьшение кредитного спреда, то есть разницы между процентной ставкой по кредитному инструменту и ставкой казначейских облигаций с тем же сроком погашения, подразумевает увеличение цены кредитного инструмента.*) Получалось, что вам не только приходилось платить, чтобы удерживать позицию, но и позиция шла против вас. Открывать краткосрочные кредиты в 2006 и 2007 гг. было все равно что открывать короткие позиции по Nasdaq в 1999 г. Следовало зарабатывать деньги другим способом.

– Какой позиции вы придерживались в 2006 и 2007 гг.?

– Мы осознали, что немного уступим быкам, потому что в пузыре побеждают истинно верующие. Это нормально. Вам нужно просто получить достойную прибыль и подождать, пока рынок не развернется. Тогда вы сможете получить большую прибыль. Я верю в наращивание стоимости, а не в потерю денег. Мы радовались тому, что стали частью пузыря, но при этом оставались на высоколиквидных позициях, чтобы быстро выйти из рынка, если захотим. Одна из самых больших ошибок, которые совершали люди, заключалась в том, что они присоединялись к пузырю на позициях, из которых не было выхода. Все рынки кажутся ликвидными во время пузыря, но главное – это ликвидность после того, как пузырь лопнет. Мы совершали много сделок через опционы – такие позиции, как покупка колл-опционов в валюте с переносом, потому что положительный перенос оплачивал опцион.

Валюты с переносом – это валюты с более высокими процентными ставками. Например, если краткосрочные ставки в Австралии составляют 5 %, а ставки в США – 1 %, то австралийский доллар будет валютой переноса. Американские инвесторы могут конвертировать доллары США в австралийские и получить дополнительные 4 % дохода. Риск в том, что австралийский доллар может тем временем упасть по отношению к доллару США. Хотя риск этот можно хеджировать, продавая австралийские доллары на форвардном рынке: арбитраж гарантирует, что форвардные ставки в австралийском долларе будут дисконтированы на ту же сумму, что и дифференциал процентных ставок. (В противном случае имела бы место безрисковая сделка: покупка австралийских долларов по спотовому обменному курсу, инвестирование выручки в австралийские казначейские векселя и короткое хеджирование по австралийскому доллару на форвардном рынке.) Если спотовый обменный курс на текущую дату не изменится, со временем форвардный курс повысится на величину этого дифференциала (то есть на перенос). Цена исполнения колл-опциона «около денег» по форвардному контракту в австралийском долларе будет ниже текущей спотовой цены на тот же дифференциал. Если спотовая цена останется неизменной, по истечении срока действия колл переместится в деньги на этот дифференциал, выступая в качестве компенсации премии, уплаченной за опцион. Более того, на рискованном рынке валюты переноса также будут иметь тенденцию к росту на спотовом рынке.

– Поскольку базовые валюты тоже очень ликвидны, предполагаю, что вы предпочли покупать длинные колл-опционы по валютам с переносом, чтобы избежать риска изменения процентных ставок в случае внезапного разворота рынка?

– Да, в случае с длинными опционами у вас никогда не будет крупной просадки. Если пузырь продержится, вы получите хорошую прибыль; если лопнет, потеряете премию. И никаких ужасных хвостовых рисков. Но в то время имелись и структурные причины для предпочтения длинных позиций по опционам. Одна из особенностей очень низких премий за риск в том, что цены опционов, как правило, были невысокими. Мне нравится покупать опционы, когда они дешевы. Тот пузырь был с низкой волатильностью, а значит, опционы работали. Но так бывает не всегда.

– Какие еще типы сделок вы совершали во время финансового пузыря?

– Что в это время делали центральные банки? Повышали ставки. Так что я совершил много сделок, связанных с монетарной политикой. В течение всего цикла повышения ставок ФРС с 2005 по 2006 гг. цены на фьючерсном рынке продолжали формироваться исходя из предположения, что это вот-вот прекратится. Рынок продолжал платить вам снова и снова, чтобы вы совершали сделки, полагая, что, возможно, это не остановится. Было крайне маловероятно, что ФРС сразу же перейдет от повышения к снижению. Кроме того, денежно-кредитная политика по-прежнему была довольно мягкой, учитывая все признаки пузыря. Было

совершенно очевидно, что нужны более высокие ставки, когда все в экономике сигнализирует, что вы находитесь в пузыре. Так что можно было совершать сделки с отличным соотношением риска и прибыли в расчете на то, что через полгода ставки все еще будут расти. Месяцы проходили, ставки росли, а рынок продолжал твердить: «Они скоро остановятся, я уверен». Сделки можно было совершать снова и снова.

– **Почему рынок тогда ожидал смягчения денежно-кредитной политики?**

– Я стараюсь избегать концептуализации рынка в антропоморфных терминах. Рынки не думают. Так же, как и толпа. Почему толпа решила напасть на это здание? Ну, на самом деле она об этом не думала. Рынок просто предлагает цену, которая возникает благодаря совокупности людей.

– **Хорошо, перефразируйте вопрос.**

– Вы спрашиваете: «Почему рыночная цена не была эффективной?» Существует очень мало рыночных сил, способных обеспечить эффективное ценообразование на макрорынках. В масштабах макроэкономики хедж-фонды крошечные. Если речь идет об акциях технологических компаний, то, конечно же, хедж-фонды огромные. Но если вы говорите о рынке иностранной валюты (FX) или о казначейских обязательствах, то по сравнению с реальными деньгами хедж-фонды ничтожны. Зато RIMCO или китайцы просто огромны. На этих рынках крутятся триллионы долларов, а такие маленькие люди, как я, становятся совершенно незначительными. Мы не важны для ценообразования. Одна из причин, по которой я так люблю макротрейдинг, в том, что я – мелкая рыбешка в море реальных денег. Значение имеют фундаментальные факторы. Я не играю против себе подобных. Это стало бы трудной игрой – кто кого.

– **Должна ли быть определенная причина для каждой сделки?**

– Не обязательно. Например, до начала финансового кризиса 1998 г. я даже не знал, что такое LTCM.

Long Term Capital Management (LTCM) – самый печально известный хедж-фонд в истории. (Мейдофф, возможно, еще известнее, но его афера – скорее финансовая пирамида, а не хедж-фонд. Он только выдумывал результаты деятельности и никогда не занимался трейдингом.) Первые четыре года LTCM приносил стабильную прибыль, в четыре раза увеличив начальную стоимость чистых активов. Затем за пять месяцев (с мая по сентябрь 1998 г.) все рухнуло, и стоимость чистых активов фонда упала на ошеломляющие 92 %. Позиции LTCM были с высокой долей заемных средств, что подвергало банки и брокерские фирмы, предоставившие им кредит, огромному риску. Опасаясь, что банкротство LTCM приведет к эффекту домино во всей финансовой системе, Федеральная резервная система организовала (но не оплатила) экстренную помощь фирме. Ликвидация LTCM позиций с огромным кредитным плечом вызвала хаос на многих финансовых рынках. История LTCM получила такой резонанс не только из-за масштабов провала и его угрозы для финансовой системы, но и из-за внушительного списка великих умов в составе участников, включающего двух нобелевских лауреатов.

В то время я занимался собственным проп-трейдингом без каких-либо контактов. В начале кризиса о LTCM в прессе тоже ничего не писали. Я понятия не имел о причинах того, что происходило на рынках, и у меня не было возможности это выяснить. Все, что я знал, – так это то, что фьючерсы на казначейские облигации растут каждый день. Именно так я понял, что что-то происходит. Не нужно было знать почему. Как только вы осознали, что что-то происходит, – все, можете торговать соответственно. Сделки не обязательно должны основываться на фундаментальных данных. Если будете ждать, пока не выясните причину изменения цены, –

станет слишком поздно. Вспоминаю прекрасные слова Сороса: «Инвестируйте, потом исследуйте». Не стоит заикливаться на том, чтобы торговлю предваряла хорошая история. В душе я эмпирик. Разворачивающаяся реальность превосходит все.

Я верю в проверку гипотез. Гипотеза состоит в том, что происходит нечто большое. Не знаю, что конкретно, но это нечто настолько мощное, что будет продолжаться долгое время. Я должен в этом участвовать. Но сделаю это ликвидно, чтобы быстро выбраться в случае разворота. Если ошибаюсь – понесу ограниченные убытки. Если прав – вот тогда и поглядим.

– Давайте вернемся к жилищному и финансовому пузырю 2005–2007 гг. Вы участвовали в пузыре с самого начала. Как вы справились с последующим обвалом рынка?

– Задам встречный вопрос: когда начался финансовый кризис?

– Сложно сказать. Есть несколько возможных отправных точек. Можно сказать, что началом послужило падение цен на жилье в 2006 г., хотя тогда реакции рынка не последовало. На самом деле даже Countrywide, которая была олицетворением токсичных эмитентов ипотечных кредитов, продолжала устанавливать новые максимумы цен на акции намного позже этого момента. Предположу, что начало положил крах Bear Stearns, правда, рынок восстановился и после этого события.

– Спрошу еще раз: когда же начался кризис?

– Вопрос довольно щекотливый.

– Раз вы отказываетесь отвечать (*смеется*), отвечу сам. Фундаментально цены на жилье начали снижаться в 2006 г., что не стало началом кризиса, но послужило его причиной. Индексы субстандартного кредита стали снижаться в январе 2007 г. Субстандартные кредиты – нишевый рынок, и рынок ценных бумаг это проигнорировал. Затем, в июле 2007 г., на кредитных рынках произошла крупная распродажа финансовых инструментов, однако и это сочли внутренней проблемой. Специалисты по ценным бумагам обычно связывают начало финансового кризиса с крахом Bear Stearns в марте 2008 г. А для меня начало финансового кризиса приходится на август 2007 г., когда перестали работать денежные рынки. По сути, одни банки утратили доверие к другим. Именно тогда все сломалось, но никто этого не заметил.

– Как вы заметили, что рушатся денежные рынки?

– Самый очевидный признак заключался в том, что подскочили ставки LIBOR. (*LIBOR – ставка, по которой банки кредитуют другие банки.*) Это свидетельствовало о том, что базовое предположение о плавном движении денег перестало соответствовать действительности. Когда я спрашивал у представителей отделов денежного рынка, что происходит, они отвечали, что иссякла ликвидность. Прежде они не наблюдали ничего похожего. Если бы это случилось на любом другом рынке, новость моментально оказалась бы на первых полосах. Но тот факт, что это произошло на самом важном рынке – денежном, лежащем в основе капитализма, – был оставлен без внимания.

– Разве о проблемах на денежных рынках не сообщалось в финансовой прессе?

– Сообщалось. Информация была в открытом доступе, но никто не считал, что она имеет значение. Прошло более трех лет, и вы спрашиваете: «Денежные рынки рухнули в августе 2007 г.? Правда?»

– Признаюсь, когда я думаю о крахе денежных рынков во время финансового кризиса, то вспоминаю, как после краха Lehman Brothers некоторые фонды «разме-

няли доллар» (стоимость чистых активов оказалась меньше 1 доллара) и как затем заморозился рынок коммерческих бумаг. Но все это случилось годом позже, в сентябре 2008 г.

– Вот именно. Похоже, никто не придавал этому значения. S&P даже установил новые максимумы в течение следующих двух месяцев.

– Но в августе 2007 г. вы перешли от бычьих позиций к медвежьим?

– Да, когда ликвидность денежного рынка иссякла, я стал скорее медведем. Снижение цен на жилье было сродни надвигающейся грозовой туче, но дождь пошел, когда перестали работать денежные рынки. Однако большинство этого не заметило. Суть фундаментального анализа не в том, чтобы предсказать погоду на завтра, а в том, чтобы заметить, что сегодня идет дождь.

Великие сделки не требуют предсказаний. Решение Сороса открыть короткую позицию по фунту в 1992 г. было основано на том, что уже произошло, – на продолжающейся глубокой рецессии, которая сделала неизбежным отказ Великобритании поддерживать высокие процентные ставки, необходимые для того, чтобы оставаться в ERM. Потом все говорили: «Это было невероятно очевидным». Большинство великих сделок невероятно очевидны. То же самое произошло и в конце 2007 г. Мне было ясно, что финансовая система рушится, а большинство участников рынка этого не видят.

– Тогда вы шортили акции?

– Фондовые рынки в конце концов заметили бы это, но открытие коротких позиций по акциям – сложная сделка, потому что они долго могут продолжать расти. После рынка быков, который длился годами, кто управляет большей частью денег? Все медведи безработные; они вообще не распоряжаются деньгами. Есть несколько очень гибких умных людей, но они управляют относительно небольшими суммами, так что дело не в них. Менеджеры, которые неуклонно ведут себя по-бычьи и покупают больше каждый раз, когда рынок падает, – вот кто в итоге будет распоряжаться большей частью денег. То есть не следует ожидать, что большой бычий рынок закончится каким-либо рациональным образом.

– У умных менеджеров меньше чистых длинных позиций и они не выглядят так же хорошо, как быки, поэтому управлять они будут меньше?

– Правильно. Поскольку быки контролируют большую часть денег, следует ожидать, что переход к медвежьему рынку будет медленным, но когда разворот все-таки произойдет, изменения станут огромными. Тогда быки скажут: «В этом нет смысла. Совершенно непредвиденно». Хотя такое развитие событий нельзя назвать непредвиденным.

Мне смешно, когда я слышу, что падение цен на жилье было непредвиденным. Я думаю: «Вы вообще видели график цен на жилье?» Если вы посмотрите на долгосрочный график цен на жилье с поправкой на инфляцию, то увидите, что, за исключением спада после депрессии, с XIX в. и до середины 2000-х гг., когда цены с поправкой на инфляцию почти удвоились всего за несколько лет, они постоянно колебались в боковом диапазоне. Этот пик – как гора на плато. Тем не менее люди всерьез заявляют, что были шокированы тем, как после такого аномального скачка цены на жилье упали.

Когда живешь в мире, где каждый считает, что все растет бесконечно, трудно представить, что цены могут снизиться. Большие ценовые колебания происходят, если участники рынка вынужденно пересматривают свои предубеждения, а вовсе не из-за глобальных перемен. В 2008 г. мир особо не изменился. Просто люди наконец-то заметили, что существует проблема.

Возьмем, к примеру, текущую долговую проблему США. Многие говорят, что благодаря низкой доходности по облигациям растущий долг США не несет инфляционной угрозы. Это не так. Доходность облигаций сигнализирует о проблеме только тогда, когда ее слишком поздно решать. Чтобы быть уверенным, что рынок адекватно оценит фискальный риск, вы должны верить в его эффективность. Может ли грянуть кризис через пять лет? Конечно. Почему? Потому что люди перестают быть безразличными. Да, сейчас это не ценится. Но когда-нибудь ситуация изменится. Если случится крупная финансовая катастрофа, скажут, что она была вызвана определенным событием. Однако она произойдет из-за фундаментальных причин, которые существовали все это время.

События происходят одновременно, и одно из них допустимо назвать катализатором. Но сможет ли оно прояснить ситуацию? Началась ли Первая мировая война из-за убийства эрцгерцога? Да, но только отчасти. Я не поддерживаю теорию катализаторов истории. Но большинству людей, особенно участникам рынков, она нравится, можно выбрать одну-единственную причину и спросить: «Кто знал, что такое может произойти?»

– Когда есть фундаментальный перекося, изменение может произойти где угодно, в любой момент. Nasdaq преодолел отметку в 5000 пунктов, но с тем же успехом мог дойти и до 3000, и до 7000. Но вышло, что он превысил 5000. Пытаться предугадать, когда пузырь достигнет максимума, – все равно что предсказывать погоду на год вперед: один и тот же набор условий способен привести к совершенно разным результатам.

– Совершенно верно, я не могу предвидеть такой поворот. Слишком сложно. Можно заметить, когда что-то уже изменится. Но не для большинства. Когда после 5000 Nasdaq стоит 4000, многие покупают, потому что дешево. Они рассуждают так: «Раньше было 5000. Сейчас всего 4000. Я получил скидку». Люди очень плохо принимают решения в условиях неопределенности. Знаете, в чем разница между риском и неопределенностью?

– Вы имеете в виду, что в сфере риска знаешь, каковы шансы, но в случае неопределенности не знаешь?

– Правильно. Если вы играете в рулетку, то находитесь в мире риска. Если имеете дело с возможными экономическими событиями, то находитесь в мире неопределенности. Не имеет смысла присваивать чему-либо номер, не зная шансов. Каковы шансы, что Германия откажется от евро в ближайшие пять лет? Вероятность определить невозможно. Если попытаетесь форсировать, сказав, к примеру, «6,2 %», то просто назовете бессмысленное число. Но вам придется вести себя так, будто вы верите в него, а это будет плохой ставкой.

– Вернемся к августу 2007 г. Как вы отреагировали на изменения? Вы уже объяснили, почему не открыли короткую позицию по акциям, но что сделали вместо этого? Сразу закрыли все свои бычьи позиции?

– Да, избавиться от всего было легким решением. Затем следовало найти сделки с самым большим вознаграждением за риск. Поскольку волатильность была низкой, мы купили волатильность валюты.

– Когда вы говорите, что купили волатильность, означает ли это, что вы не рассчитывали на какое-либо направленное движение валют?

– Да, мы просто предполагали, что движение будет.

– Получается, вы открыли длинные стрэдлы и стрэнглы в валютах?

– Да. Еще одна большая позиция была связана с денежно-кредитной политикой. Что сделал Гринспен после краха 1987 г.?

– **Добавил ликвидности.**

– Правильно. Добавил ликвидности и снизил ставки. Подобной реакции мы и ждали от политиков. Исходили из такого расчета: ставки будут снижаться, а кривая доходности станет круче.

– **Значит, вы открыли длинные позиции по инструментам с краткосрочной процентной ставкой?**

– Верно, но мы объединили их с короткими позициями на длинном конце, поскольку такая сделка была выгоднее по соотношению риска и вознаграждения. Кривая доходности была плоской, поэтому цене следовало остаться плоской. Рынок не рассчитывал, что появится серьезная проблема.

– **Другими словами, вы делаете упор на более низкие краткосрочные ставки через спред кривой доходности, а не на длинную позицию по инструментам с краткосрочной ставкой, потому что считаете, что это более безопасно.**

– Именно. Стараюсь найти сделки, которые не принесут больших убытков, даже если я ошибаюсь.

– **Ход ваших рассуждений таков: если окажетесь неправы, длинные ставки вырастут примерно так же, как и короткие, поэтому много вы не потеряете. Зато если угадаете, то большая часть снижения произойдет по коротким ставкам.**

– Точно.

– **Значит, вы не только ищете нужные сделки, но и выбираете наилучший способ для их осуществления.**

– Да, думаю, что реализация – ключ ко всему. Она важнее стоящей за ней идеи. Прекрасная идея не поможет далеко продвинуться, если вы не сделаете все правильно. Дело в том, что я пытался совершить сделку таким образом, чтобы не пришлось идеально выверять время.

– **Заключали ли вы тогда и другие сделки?**

– И немало. Мы были настроены по-медвежьи по отношению к корпоративному кредиту, так что купили CDS. Кредитные спреды были очень узкими, поэтому если бы мы оказались неправы, то потеряли бы лишь небольшую часть переноса, но, если бы угадали, спреды могли значительно расшириться. Это была асимметричная сделка.

Чтобы компенсировать инвесторам более высокий риск, по корпоративным облигациям выплачивается более высокая процентная ставка, чем по облигациям Казначейства США. Разница в доходности называется кредитным спредом. Чем ниже рейтинг отдельной облигации, тем шире спред. Общие уровни кредитных спредов увеличиваются во время финансового кризиса, когда инвесторы требуют более высоких дифференциалов процентных ставок для принятия большего риска, связанного с владением корпоративными облигациями вместо казначейских ценных бумаг. Есть несколько способов инициировать сделку, которая принесет прибыль, если кредитные спреды расширятся. Самая прямая сделка – шорт корпоративных облигаций. Эквивалентную сделку также можно реализовать с помощью деривативов путем покупки защиты – кредитного дефолтного свопа (CDS) – для облигации. CDS – по сути, страховой полис, по которому осуществляется выплата в случае дефолта по облигации. Однако

покупателю CDS не обязательно владеть базовой облигацией, то есть сделка может быть совершена исключительно как спекулятивная (та, которая получает прибыль от ухудшения кредитного качества). Цена CDS указывается как годовой спред – сумма, которую покупатель защиты выплачивает продавцу в течение года (ежеквартальными платежами). (Спред CDS является переносом сделки.) Если кредитоспособность облигации ухудшается (событие, связанное с расширением кредитного спреда), то спред CDS также расширяется. Третий способ совершения сделки, который принесет прибыль от расширения кредитных спредов, – и тот, который использует О'Ши, – заключается в покупке CDS для индекса, основанного на корзине корпоративных облигаций. Обратите внимание, что покупка CDS имеет вознаграждение, подобное опциону: максимальный риск ограничен (выплачиваемым годовым спредом, который аналогичен опционной премии), в то время как прибыль может быть намного больше (до теоретического максимума защищенной суммы).

– Почему вы сочли покупку CDS более выгодной сделкой, чем покупку опционов-пут на акции?

– На самом деле эти сделки очень похожи. Если бы фондовый рынок оставался сильным, убытки по обеим позициям были бы ограничены премией для опционов-пут и переносом для позиции CDS. Если бы он упал, кредитные спреды расширились бы, и как длинные путы, так и длинные позиции CDS принесли бы большую прибыль. Преимущество CDS заключалось в том, что этот способ совершения сделки был дешевле. Одна из проблем с покупкой путов на акции в том, что волатильность акций, как правило, обходится очень дорого. Кто естественный продавец опционов-пут? Никто. Кто естественный покупатель опционов-пут? Все. Мир состоит из длинных позиций по акциям, и людям нравится иметь страховку, поэтому существует избыток естественных покупателей опционов-пут. Вот почему цены опционов на акции структурно высокие.

– В августе 2007 г. вы были настроены по-медвежьи. Сохраняли ли вы этот подход на протяжении всего краха рынков в конце 2008 г.?

– То, что я придерживался одной стратегии в долгосрочной перспективе, не означает, что я постоянно удерживал одни и те же позиции. Мой временной горизонт для сделок составляет от одного до трех месяцев. Когда цены меняются, соотношение риска и доходности по позициям тоже меняется.

– Я понимаю, что отдельные позиции менялись, но придерживались ли вы медвежьей точки зрения и во время отскока во II квартале 2008 г.?

– Отскок рынка произошел, потому что людям показалось, будто спасение Bear Stearns в марте 2008 г. решило проблему.

– А вы как считали?

– Считал, что это явно не так. Большая ошибка, которую люди совершали тогда (и совершают до сих пор), заключалась в том, что они путали ликвидность с платежеспособностью. Они исходили из того, что Bear Stearns и банковская система платежеспособны. Думали, что произошел кризис ликвидности – просто из-за отсутствия уверенности. На самом же деле у банковской системы не было проблем с ликвидностью; она являлась следствием проблемы с платежеспособностью. Нельзя решить проблему платежеспособности, добавив больше ликвидности. Если у вас есть дом стоимостью \$100 000 с ипотекой на \$200 000, я могу одолжить вам еще \$100 000, но это не решит основной проблемы. У вас просто станет больше долгов. Пока цены на жилье продолжали снижаться, проблема платежеспособности усугублялась. Рынок, однако, вел себя так, будто ее не было вовсе.

– В каком же положении в плане трейдинга вы оказываетесь, если рынок ведет себя так, словно все хорошо, а вы считаете, что это не так?

– Так часто бывает. Мы нашли варианты сделок с лучшим соотношением риска и доходности, отражающие наши взгляды. В начале года мы заметно ушли в минус по кредиту, но к II кварталу корпоративные и банковские кредитные спреды уже резко расширились. Спред TED также резко увеличился, но он был рассчитан на резкое сужение на форвардном рынке в следующие несколько месяцев.

Спред TED представляет собой разницу между трехмесячной ставкой LIBOR (по которой банки кредитуют другие банки) и трехмесячной ставкой казначейских векселей. Ставка LIBOR всегда выше, чем ставка казначейских векселей, поскольку риск контрагента по межбанковским кредитам невелик, в то время как казначейские векселя считаются безрисковыми. В большинстве случаев значение спреда TED довольно скромно (примерно около 25 базисных пунктов). Однако он может значительно расширяться в периоды «бегства в качество», когда опасения по поводу контрагентов и ликвидности повышены. Так, он увеличился до более чем 200 базисных пунктов во время замораживания ликвидности денежного рынка в августе 2007 г., о котором ранее говорил О'Ши, и до рекордных 485 базисных пунктов во время обвала финансового рынка после краха Lehman в конце 2008 г. Типы условий, которые способствуют расширению спреда TED, часто происходят во время резкого падения фондового рынка. В этом смысле длинный спред TED – медвежья позиция.

Корпоративные и банковские кредитные спреды, наоборот, были рассчитаны так, чтобы оставаться широкими на форвардном рынке. Тогда мы переключились с коротких кредитных сделок на спреды TED, потому что соотношение риска и доходности было намного лучше. Во II квартале 2008 г. сузились как корпоративные кредитные спреды, так и спреды TED. Однако последний был рассчитан на сужение на форвардном рынке, поэтому сделка вышла близкой к безубыточности. Если бы мы остались с короткими корпоративными кредитными позициями, то много бы потеряли. У сделок, на которые мы переключились, чтобы выразить наше негативное долгосрочное видение, не было больших недостатков. Поэтому, когда все снова обрели оптимизм, наша медвежья позиция (спред TED) не сильно изменилась.

– А что насчет второй половины 2008 г., когда рынки рухнули?

– Если исходить из того, что была проблема с платежеспособностью, то совершенно ясно, как все сложилось дальше. Во-первых, вся банковская система ушла в минус. Следовательно, ни у кого не нашлось причин ссужать деньги, разве что правительство вмешалось бы с большим капиталом. Однако политика Вашингтона в то время была направлена на то, чтобы воздерживаться от финансовой помощи. *(Секретарь казначейства)* Полсон сделал несколько заявлений, в которых ясно дал понять, что не будет спасать Lehman. Если у Lehman отрицательная стоимость, а правительство не придет на помощь, значит, банк обанкротится. Других вариантов не имелось. Здесь не нужен сложный анализ. Странно то, что банкротство Lehman не стало неожиданностью. Большинство людей знали, что это произойдет, но не понимали, что это означает.

– Что вы делали в то время?

– Главным было максимально обезопасить бизнес. Мы избегали контрагентов, связанных с Lehman. Упростили структуру деятельности. В 2008 г. значительно сократили кредитное плечо. Ограничили торговлю высоколиквидными позициями, что означало отказ от внебиржевых сделок с большим количеством контрагентов. Так как мы были вынуждены идти на риск с контрагентами, то сузили круг взаимодействий.

– Ладно, вы приняли меры по снижению бизнес-рисков, но какие сделки вы совершали, чтобы извлечь выгоду из сложившейся ситуации?

– Наши сделки очень напоминали те, что были в начале 2008 г. Длинная позиция по волатильности, короткая по кредиту, длинная по спреду TED и длинная по доллару из-за ожидаемого «бегства в качество». У всех этих сделок имелась одна общая черта – все они были сделками «мир-скоро-станет-страшным».

– Все эти сделки вы возродили в III квартале 2008 г., перед крахом Lehman?

– Да.

– Когда вы решили, что пора «сгрести деньги со стола»?

– В апреле 2009 г.

– Значит, вы оставались со всеми этими медвежьими позициями на протяжении всего падения?

– Да, пока не начали терять деньги.

– Что изменилось в апреле 2009 г.? Что побудило вас отступить со своих позиций?

– Изменилось вот что: экономика перестала ухудшаться, рынки начали расти. Основные проблемы не исчезли, но не они двигали рынком. Тот факт, что экономика улучшалась, хотя все еще пребывала в плохом состоянии, означал, что оптимисты могут вернуться. Никогда не недооценивайте способность людей сохранять оптимизм и верить, что все будет хорошо. Исторически сложилось так, что для рынка важно не то, хорош ли рост или плох, а то, улучшается ли он или ухудшается. Рост становился менее негативным, и это было хорошо. Азия стала подниматься, австралийский доллар – расти. Фактически S&P был одним из последних рынков, который развернулся вверх в марте 2009 г. К марту-апрелю на мировых рынках уже повсюду шло широкомасштабное восстановление.

– К каким же сделкам вы перешли?

– К бычьим стратегиям. Процентные ставки рассчитывались на уровне очередной Великой депрессии. Как только рыночные цены достигают такого показателя, сразу думаешь: «Пожалуй, не стоит». Доходность десятилетних облигаций снизилась почти на 2 %. Все должно выглядеть плачевно, чтобы оправдать такой уровень. Как только прогноз начинает немного улучшаться, доходность может значительно вырасти. Вот почему мы открыли короткую позицию по долгосрочным казначейским бумагам как напрямую, так и в игре на кривой доходности. Мы шортили доллар, развернув предыдущую сделку по «бегству в качество». Другими словами, совершили много разных сделок. Как правило, в портфеле у нас 10–15 сделок. Одна из причин, почему я обычно не рассказываю, что за сделки мы заключаем, в том, что, если включить их все, объяснение выйдет слишком сложным, и люди запутаются. Если же упростить и сказать, что мы совершаем вот такие две-три сделки, мне ответят: «Так вот что вы сделали; это довольно легко». Конечно, мы сделали не это, но я упростил, чтобы стало понятнее. А люди думают, что упрощение – то, что было на самом деле. Мне кажется, макротрейдинг неправильно понимают, если воспринимают его как сторителлинг. Этот способ рассказывать хорош, но все же отражает только 10 % того, что важно.

– А остальные 90 %?

– Реализация и гибкость. Нужно реализовать сделку таким образом, чтобы в случае ошибки ограничить убытки, а также понять, когда сделка неверна. Джордж Сорос сожалеет меньше всех, кого я когда-либо встречал. Да, порой он может играть на публику, поддерживая образ гуру, который знает, что происходит, но никогда не допускает подобного в качестве инвестиционного менеджера. У него нет эмоциональной привязанности к идее. Когда сделка неверна, он просто закрывает ее, пойдет дальше и сделает что-то другое. Помню, однажды у него была огромная позиция на валютном рынке. Он заработал на ней около \$250 млн за день. Его слова об этой позиции цитировали в финансовой прессе, и они звучали как стратегически важная точка зрения. Потом рынок свернул в другую сторону – и позиция исчезла. Ее попросту не стало. Джорджу Соросу не понравилось поведение цены – он вышел. Он не позволяет своим структурным взглядам на то, как будет развиваться рынок, мешать его торговле. Вот что меня поражает в действительно хороших инвестиционных менеджерах – они не привязываются к собственным идеям. Опасность истории, которую я вам излагаю, в том, что она может создать ложное впечатление, что для того, чтобы заработать много денег, нужно быть хорошо подкованным в экономике и на фундаментальном уровне понимать, что в ней происходит. На самом деле я в это не верю.

– **А во что вы верите?**

– Я готов подписаться под многими вещами в ваших книгах. Нужно подобрать метод, который соответствует вашей личности. Я не считаю себя выдающимся экономистом. Я признаю мир таким, каким его вижу, и я достаточно гибок, чтобы изменить свое мнение. В апреле 2009 г. мой настрой был весьма пессимистичным. Мир виделся мне исключительно в черных красках. Но рынок говорил мне, что это не так. Тогда я подумал: «Ладно, я не прав. Какая гипотеза может описать происходящее? А вот и она. Теперь я вижу, что происходит. Давайте поступим вот так». А потом появляется история, которая объясняет, что произошло. Но эта история возникла уже после того, как моя предыдущая гипотеза оказалась ошибочной. Не то чтобы я был умен и уловил переломный момент. Я просто заметил, что поступаю не так и надо попробовать что-то другое. Чтобы сформировать портфель, мне нужен набор гипотез, которые я сумею проверить на рынке.

– **То есть сначала идет эмпиризм, затем макротема, соответствующая наблюдениям, и, наконец, реализация сделок?**

– Да, но дело в том, что макротема должна поддаваться проверке эмпирическим путем, на рынке. Нельзя просто взять любую масштабную тему. Разница между тем, что делаю я, и следованием за трендом заключается в том, что я ищу в ценовых движениях логические фундаментальные связи. Китай разворачивается, цены на металлы ползут вверх, а австралийский доллар растет. О чем это мне говорит? Где-то в мире идет выздоровление. Где-то существует спрос. Да, возможно, S&P все еще снижается, но в данных уже есть разночтения. Если весь мир ужасен, такого быть не должно. Поэтому я не могу придерживаться тезиса «весь мир ужасен». Происходит что-то еще. Какая гипотеза подойдет к такому развитию событий? Сейчас Азия выглядит хорошо. Подходящий сценарий – восстановление азиатской экономики. Если новая гипотеза верна, то в будущем должны произойти определенные события. Кто-то следует за трендами, я же их предвосхищаю. Я могу оказаться во многих из тех же сделок, что и последователи тренда, но момент будет совсем другим.

– **Вы торгуете фондовыми индексами или акциями?**

– Индексами и корзинами, но не слишком часто.

– **Почему вас не прельщает торговля акциями?**

– Рынки процентных ставок или валюты больше подходят мне в плане методов осуществления сделок. В мире полно людей, которые торгуют акциями. Создавать очередной хедж-фонд, чтобы пополнить их ряды, не слишком интересно. К тому же проблема еще и в том, что истории с акциями не кажутся мне разумными. Да и люди, которые ими занимаются, зачастую тоже. Причины, по которым я считаю, что сделки сработали, обычно не имеют ничего общего с теми, которые видят специалисты по фондовому рынку. За всю свою жизнь я заключил только одну сделку с акциями определенной компании.

– **Очень любопытно. Что это была за сделка?**

– Я купил Berkshire в 1999 г.

– **И почему же?**

– Цена упала вдвое, потому что Баффетт отказался участвовать в пузыре доткомов. Я подумал, что это самая глупая причина такого падения, которую я когда-либо слышал. Nasdaq пробивает потолок. Уоррен Баффетт – легенда инвестирования на все времена – заявляет: «Не понимаю я этих доткомов. Я держусь подальше от этого». И цена его акций рушится, потому что его считают динозавром, не вписывающимся в новую парадигму. Я подумал, что это идиотизм.

– **Баффетт, осуждаемый за неэффективность, против других менеджеров, играющих на повышение в условиях пузыря доткомов. Это яркий пример распространенной ошибки инвесторов – непонимание того, что часто менеджеры с самой высокой доходностью достигают таких результатов, потому что берут на себя наибольший риск, а вовсе не благодаря выдающимся навыкам. Как долго вы удерживали позицию?**

– Пока не создал собственный хедж-фонд. Я верил в себя больше, чем в Уоррена Баффетта.

– **Давайте вернемся к тому моменту, когда вы пришли в Citigroup на той неделе, когда Великобритания вышла из ERM. Когда вы начали торговать?**

– Моя первая сделка состоялась год спустя. Citigroup давала трейдерам-новичкам небольшие лимиты, в рамках которых разрешалось торговать. Я помню, как провел хороший фундаментальный анализ экономики Великобритании и решил, что повышения ставок, на которое рассчитывал рынок, не произойдет. Я оказался прав. Три месяца спустя ставки остались на прежнем уровне, а короткие позиции по фунту стерлингов (фьючерсы на краткосрочные процентные ставки в Великобритании) выросли на 100 базисных пунктов по сравнению с тем, когда у меня возникла торговая идея. Я потерял деньги.

– **Но почему, если ваш прогноз был абсолютно верным?**

– Все очевидно. Реализация не соответствовала гипотезе. Гипотеза явно была рассчитана на инвестиционный горизонт от одного до трех месяцев. И я должен был торговать в течение этого горизонта. А что делал я? Постоянно входил и выходил, потому что боялся потерять деньги. Торговая гипотеза была рациональной и прекрасной, а реализация – эмоциональной и глупой. Я понял, что нужно принять неопределенность и риск. В трехмесячный период важен тренд.

– **Полагаю, урок в том, что рынок не позволит заработать, если вы не готовы к риску.**

– Нужно принять логические последствия своих идей, а значит, у вас должен быть достаточно широкий стоп-лосс.

– Получается, что, хотя вы были на правильной стороне тренда в течение трех месяцев, вы потеряли деньги, потому что вас постоянно выбивали по стопу.

– Да, потому что я читал пособия по трейдингу. Мне потребовалось некоторое время, чтобы понять, что они контрпродуктивны, потому что приведенные в них правила общие, а не конкретные. Большинство правил в пособиях по трейдингу предназначено для людей, которые совершают ошибку чрезмерного оптимизма и горячо отрицают свои убытки. Эти правила призваны защитить азартных игроков. Люди, которым нравится торговать, потому что они любят азартные игры, всегда будут плохи в трейдинге. Для них все пособия можно сократить до нескольких фраз: «Не торгуйте. Вам ничего не светит. Просто бросайте это дело». На самом деле у меня нет менталитета игрока. Я совершаю другие ошибки. Поэтому навязывать мне правила из пособий по трейдингу – ужасная идея.

Вот почему ваши книги так важны. У каждого из трейдеров, о которых вы пишете, есть собственный метод, который подходит конкретно ему. Учитесь у всех, но делайте то, что кажется разумным именно вам, даже если это противоречит тому, что считают разумным другие люди.

– Так вы не используете стопы?

– Использую. Просто делаю их довольно широкими. Поначалу я устанавливал стопы не на том уровне, который подсказывала основная гипотеза сделки, а на уровне собственного болевого порога. Но рынку наплевать на вашу боль. Я извлек урок из этой ошибки. Когда я выхожу из сделки сейчас, это происходит потому, что я был не прав. Я думаю: «Хм, этого не должно было случиться. Цены не соответствуют моей гипотезе. Я неправ. Мне нужно выйти и переосмыслить ситуацию». В первой моей сделке цены не противоречили гипотезе.

– На каких еще ошибках вы учились?

– Я не могу привести пример большой ошибки, которая обошлась бы мне в круглую сумму, потому что у меня жесткая дисциплина управления рисками при даунсайде. Не дать себе потерять деньги довольно легко. У меня с этим не возникало проблем. Большинство моих крупных ошибок связано с упущенными возможностями. Порой я верю во что-то настолько сильно, что это удерживает меня от совершения сделок, которые могли бы быть очень выгодными. Например, в конце 2010 г. моя искренняя убежденность в том, что европейский кризис суверенного долга был действительно большой проблемой, помешала мне принять участие в бычьем рынке, движимом настроениями и ликвидностью. Мне не удалось присоединиться к крупнейшей макротеме года. С сентября акции и сырье сильно подорожали. Это была огромная возможность, за которую мне следовало ухватиться, но я этого не сделал. Упустил из виду ключевое обстоятельство, что всем наплевать. А пока всем наплевать, нет кризиса. По той же причине я не заработал на пузыре Nasdaq, решив, что не могу купить Pets.com.

– Но ведь заработать на пузыре Nasdaq нельзя по определению.

– Можно.

– Как же сыграть на повышение в пузыре и защитить себя?

– Когда начнется понижение – продавайте.

– Так вышло, что движение Nasdaq вверх было относительно плавным, но пузырь мог быть очень волатильным.

– Вот тогда лучше с ним не связываться. Пузыри существуют подолгу и на них можно заработать.

– Если бы вы не знали, как тогда все обернулось с Nasdaq, как бы вы разыграли такой ход сейчас?

– Главное, что нужно знать о пузырях, – в них нельзя опаздывать. Худшее, что можно сделать в таких условиях, – сначала упрямыться, а потом не успеть переориентироваться. Я и тогда старался не перестраиваться в последний момент, а теперь хочу научиться как можно раньше обращаться к тому, что считаю неразумным. Я испытываю неприязнь к тому, что считаю неразумным, но ее нужно преодолевать.

– Мне кажется, порой причины возникновения бычьего рынка скорее психологические, а не фундаментальные, и само участие в эйфории этого движения – уже обоснование для сделки.

– Да и я не против этого. У меня возникают трудности, когда фундаментальные факторы вступают в противоречие с эйфорией. Я был склонен преждевременно беспокоиться о таких конфликтах. В следующие 10–20 лет постараюсь научиться лучше монетизировать иррациональную эйфорию окружающих.

– Итак, один из ваших недостатков состоял в том, что вы позволили рациональной оценке ситуации удержать вас от участия в сделке, основанной на психологических мотивах.

– Да, неспособность участвовать в рынках, где психология важнее фундаментальных принципов.

– Но как распознать такую ситуацию?

– В этом и кроется главный вопрос! *(Смеется.)* Существуют разные критерии. Самый простой – поведение цены. Если торговля идет как на рынке быков – это рынок быков. Еще один показатель – то, как страстно люди защищают нечто неразумное. Например, некоторые считают, что Барак Обама не является гражданином США. Дело в том, что убеждения, полностью неуязвимые для доказательств и страстно защищаемые, могут быть весьма устойчивыми. Это не имеет ничего общего с фундаментальной логикой.

– Это политический пример. А если взять что-то из мира торговли?

– Золото – особенное, волшебное, великое. Это не так, но если люди верят, они покупают. А если покупают, золото идет вверх. Вот почему существует рынок быков. Ни одно собрание не обходится без вопроса «Что вы думаете о золоте?».

– О чем это говорит?

– О том, что нужно открывать длинную позицию по золоту.

– Итак, возвращаясь к пузырю Nasdaq, другим примером могут быть люди, полагающие, что не имеет значения, теряет ли компания деньги, важно только то, сколько кликов они получают на веб-сайте.

– Да, все верно. Полная иррациональность фундаментального обоснования не имеет значения. И если вы попытаетесь указать на это, вам просто дадут еще более нелепое объяснение, почему рынок должен расти. Вы не сможете поколебать веру людей. Таковы свойства рынков-пузырей. Причина, по которой у них есть перспективы, заключается в том, что нужны серьезные доказательства, чтобы заставить людей передумать.

– **Как понять, что ситуация изменилась?**

– То, что пузырь доткомов закончился, стало ясно, когда он начал сдуваться. То же самое будет и с золотом.

– **Прямо сейчас, во время нашего разговора, золото стоит немногим дороже \$1500. Почти исторический максимум. По вашим словам, это может быть пиком, но золото способно достичь и \$2000, и \$2500. Любого значения.**

– Так и есть. С золотом дела обстоят вот как: если вы скажете, что оно стоит \$100, это будет нормально, и если скажете, что \$10 000, то это тоже будет нормально. Цена может быть любой. Золото стоит ровно столько, сколько, по мнению людей, оно стоит. Я уверен, вы знаете, почему для золота это справедливо.

– **Почему же?**

– Это один из тех вопросов, на которые есть однозначный ответ. Золото – единственный товар, объем предложения которого раз в сто превышает количество, физически используемое за год. Это не относится к таким товарам, как пшеница и медь, где общее предложение и годовое потребление гораздо сопоставимее и может возникнуть настоящий дефицит. Применительно к золоту нельзя говорить о недостатке. Таким образом, его стоимость целиком зависит от психологии или тех фундаментальных факторов, которые движут психологией. Много лет назад, когда я был директором по исследованиям в товарно-сырьевой сфере, при анализе рынка я полностью игнорировал производство и потребление золота. Любое ценовое ожидание я основывал исключительно на таких факторах, как инфляция и стоимость доллара, потому что именно они влияют на психологию. Меня забавляло, как другие аналитики составляли длинные отчеты по золоту, анализируя перспективы годового производства и использование ювелирных изделий.

– **Годовое производство и потребление золота составляет ничтожную долю предложения, может быть, около 1 %, так что кого волнует, насколько они меняются? К цене драгметалла это не имеет никакого отношения.**

– Это точно.

– **Одно дело заявить, что рынок в состоянии пузыря может дойти до любой цены, и совсем другое – определить, когда пузырь начнет сдуваться. Чуть раньше вы сказали, что понимаете, что все кончено, когда цена начинает падать. Но как отличить коррекцию от разворота на рынке?**

– Это хороший и одновременно сложный вопрос. Есть несколько возможных методов. Самый простой – притвориться, что вы СТА⁷. У СТА есть специальные стратегии для определения изменения трендов. Другой верный признак – поведение цен на рынке, характерное для поздних стадий пузыря, например экспоненциальный рост цен, подобный тому, что мы недавно наблюдали на серебре (в мае 2011 г.).

⁷ *Commodity Trading Advisor* – официальное обозначение менеджеров, зарегистрированных в Комиссии по торговле товарными фьючерсами (CFTC), членов Национальной фьючерсной ассоциации (NFA), ошибочно по меньшей мере по двум пунктам: 1) СТА – это управляющий фондом или счетом с прямой инвестиционной ответственностью, а не советник, как можно предположить из названия; 2) СТА не обязательно торгуют только товарами, как следует из названия. Подавляющее большинство СТА также торгуют фьючерсными контрактами в одном или нескольких финансовых секторах, включая фондовые индексы, ценные бумаги с фиксированным доходом и валюту. И, как ни странно, многие СТА вообще торгуют не товарами, а только финансовыми фьючерсами.

– Вы торговали на этом рынке?

– Да, опционами. Проблема с такими рынками, как серебро, заключается в том, что когда они лопаются, то быстро сдуваются, и появляется риск гэпа. Я думаю, что естественный способ торговать на рынке в состоянии пузыря – это играть на повышение, а не на понижение. Вы хотите открыть длинную позицию на росте в геометрической прогрессии, при этом не принимая на себя риск гэпа в случае резкого схлопывания. Поэтому опционы – это хороший способ ведения такого рода торговли.

– Поскольку движение цен на серебро демонстрировало признаки пузыря, почему вы не стали рассматривать возможность сыграть и на понижение?

– Потому что на пике царит хаос, а развороты на медвежьем рынке ужасны. Там крайне сложно найти удобные короткие позиции. Если взять в качестве примера Nasdaq, то долгое время было довольно легко играть на повышение. Он вырос с 1500 в конце 1998 г. до более чем 5000 в начале 2000 г. практически без каких-либо существенных корректировок. А вот на понижение играть было крайне сложно. В июне 2000 г. индекс резко упал до 3100, а в следующие два месяца вернулся к отметке около 4300. Это был 40 %-й отскок на явно мертвом рынке. После пузыря отскок дохлой кошки может быть довольно жестким.

– Больше походит на отскок дохлого тигра.

– Не думаю, что вы найдете многих, кто заработал большую часть денег, играя на понижение в условиях пузырей.

– Означает ли это, что вы не открывали короткие позиции по Nasdaq даже когда убедились, что рынок быков мертв?

– Нет, я этого не делал, потому что было намного легче играть на последствиях максимума, чем на понижении по самому Nasdaq. Был большой пузырь активов. Экономика США строилась на их массовой переоценке. Как только Nasdaq рухнул и все развалилось, стало ясно, что экономика замедлится. Экономический спад привел к значительным сдвигам на долговом рынке, что открывало путь к куда более спокойной реализации этой идеи, чем торговля акциями напрямую.

– То есть вместо того чтобы открывать короткие позиции по Nasdaq, вы открывали длинные по облигациям.

– Все верно.

– Есть ли в настоящее время примеры рынков, которые находятся в состоянии эйфории, противоречащей фундаментальным принципам?

– Не сказал бы, что они противоречат фундаментальным принципам, скорее, переоценивают конкретный результат. Например, оценку европейского суверенного долга можно считать справедливой, если вы твердо убеждены, что итогом станет федеративная Европа, в которой оплачивать счета будут немецкие налогоплательщики. Если же вы предполагаете менее оптимистичное развитие событий, то текущие цены окажутся неразумными. Несколько недель назад испанский долг торговался всего на 150 базисных пунктов выше Германии.

– Значит, рынок оценивает решение.

– Да, причем решение, которого может и не быть. 150 базисных пунктов – это не нуль, но намного ближе к нулю, чем нынешняя премия в 1000 с лишним базисных пунктов по греческому долгу. Относительно небольшая премия по испанскому долгу отражает высокую степень уверенности в том или ином исходе. Я не утверждаю, что более негативный исход веро-

ятнее, а просто считаю, что существует больше неопределенности, чем предполагает текущая умеренная премия.

– В подобной ситуации, когда есть два варианта результата, оба весьма неопределенные, но степень вероятности отличается от рыночной оценки, торгуете ли вы там?

– Этим я в основном и занимаюсь. Ищу различия между фундаментальным распределением вероятности в моем представлении и распределением вероятности по рыночной оценке.

– Короткая позиция по испанскому долгу – это сделка, в которой даунсайд ограничен годовым переносом, а вот апсайд может быть весьма значительным. Похоже, неотъемлемое качество большинства ваших сделок – их асимметричность: максимальный убыток ограничен, но потенциал прибыли – нет.

– Положительная асимметрия очень важна. Дело не в том, чтобы постоянно оказываться правым. Большинство хороших макротрейдеров будут правы примерно в половине или даже в меньшем количестве случаев.

– Можно ли научить трейдингу?

– Научить нельзя, но можно научиться.

– Что вы имеете в виду?

– Мой естественный временной горизонт торговли составляет от одного до трех месяцев, но это не значит, что он подойдет и вам. Поскольку я вас не знаю, то не могу сказать, каким должен быть ваш стиль торговли. Но если вы готовы приложить усилия, то сможете сами понять, каким он будет. Если я попытаюсь научить вас тому, что делаю, вы потерпите неудачу, потому что вы – не я. А если будете находиться рядом и наблюдать за тем, что я делаю, то, возможно, приобретете несколько хороших навыков. Но многое захотите сделать по-другому. Мой хороший друг, который провел рядом со мной несколько лет, теперь управляет большими деньгами в другом хедж-фонде и делает это очень хорошо. Но он не такой, как я. Он научился не превращаться в меня. Он стал кем-то другим. Самим собой.

– Какие черты определяют, кто станет успешным трейдером?

– Настойчивость и эмоциональная устойчивость, чтобы продолжать возвращаться, имеют решающее значение, потому что трейдерам достается неслабо. Откровенно говоря, если вам это не нравится, есть множество гораздо лучших способов потратить свое время. Нельзя торговать только потому, что трейдинг кажется вам отличным способом разбогатеть. Это не работает. Тот, кто торгует ради денег, ничего путного не добьется. Если бы успешных трейдеров мотивировало только богатство, они останавливались бы лет через пять и наслаждались материальными благами. Но они продолжают, выходя далеко за пределы любых финансовых потребностей. В каком-то смысле можно говорить об одержимости. Трейдинг – это просто дело жизни. У Джека Никлауса много денег. Почему он продолжал участвовать в соревнованиях по гольфу даже в 60 лет? Наверное, потому что ему очень нравилось играть в гольф. Вероятно, у него была навязчивая потребность этим заниматься.

– Вы придерживаетесь каких-либо правил в торговле?

– У меня есть руководящие принципы в отношении рисков, но я не верю в правила. Трейдеры, добившиеся успеха в долгосрочной перспективе, умеют адаптироваться. Если сейчас они действуют согласно каким-то одним правилам, то десять лет спустя вы узнаете, что они их давно нарушили. Почему? Потому что мир изменился. Правила применимы к рынку только

в определенный момент. Трейдеры-неудачники могут следовать прекрасным правилам, которые сначала работают, а потом вдруг перестают. Такие люди придерживаются правил, потому что те действовали раньше, но, несмотря на раздражающие убытки, они продолжают делать то же, что и раньше. Они не понимают, что мир движется вперед, а они остаются позади.

– Помимо неумения адаптироваться, какие еще ошибки доставляют неприятности?

– Трейдеры распоряжаются большими суммами денег при довольно незамысловатом управлении рисками. В 2008 г. я общался с менеджерами, которые утверждали, что вдвое сократили свои риски. «Вдвое – это довольно много», – отзывался я и, когда слышал в ответ: «Да, мое кредитное плечо было равно четырем, а теперь двум», переспрашивал: «Вы понимаете, что волатильность возросла в пять раз?» Если учитывать кредитное плечо с поправкой на волатильность, степень их подверженности риску на самом деле возросла.

– Я заметил, что в качестве меры риска вы используете VAR. Вас не беспокоит, что при оценке портфельного риска он порой ненадежен?

Стоимость под риском (VAR) можно определить как порог убытков, который не будет превышен в заданном интервале времени при высоком уровне доверительной вероятности (обычно 95 % или 99 %). VAR может выражаться как в долларах, так и в процентах. Например, дневной VAR 3,2 % при доверительном уровне 99 % будет означать, что дневной убыток, как ожидается, превысит 3,2 % только в 1 из 100 дней. Чтобы преобразовать VAR из дневного в месячный, мы умножаем его на квадратный корень из 22 (приблизительное количество торговых дней в месяце). Таким образом, дневной VAR 3,2 % также будет означать, что ожидаемые ежемесячные убытки превысят 15 % ($3,2\% \times 4,69$) только раз в 100 месяцев. Удобство VAR в том, что этот показатель дает понятие о худшем исходе для смешанного инвестиционного портфеля и в случае изменений активов в его составе легко адаптируется. Есть несколько способов расчета VAR, но все они опираются на волатильность активов в портфеле и их корреляцию в определенный период в прошлом – и вот тут кроется загвоздка. VAR дает оценку убытков в худшем случае, предполагая, что уровень волатильности и корреляции активов в будущем останется таким же, как и в прошлом.

– Плохая репутация у VAR возникла из-за того, что люди его не понимают. VAR делает именно то, что говорится в описании.

– Что именно?

– Показывает, насколько волатильным ваш текущий портфель был в прошлом. И все. VAR полностью ориентирован на прошлое. Нужно просто признать, что в будущем все будет иначе. Если я предполагаю, что мир станет более изменчивым, то буду использовать довольно низкий текущий VAR, потому что считаю, что в будущем волатильность повысится.

– VAR пользуется дурной славой, потому что с его помощью люди управляют рисками, при этом его недостаток в том, что волатильность и корреляции могут резко измениться по сравнению с тем, что было в прошлом.

– Но это и так очевидно.

– Если это так очевидно, почему так много трейдеров управляют рисками таким образом?

– Не VAR обрушивает портфели, а трейдеры.

– У вас когда-нибудь возникали проблемы с выходом из убыточной сделки?

– Для начала я определяю, куда должен пойти рынок, чтобы я оказался неправ. Там я и ставлю стоп. Это означает, что, если рынок направится туда, мне будет нетрудно выйти из позиции. Самая распространенная ошибка в управлении денежными средствами, которая мне встречается, – установка стоп-лосса, который по сути является болевым порогом. Когда рынок достигает такого стопа, трейдеры не хотят выходить, потому что продолжают считать, что правы. Конечно, они дисциплинированно выйдут, потому что сработал их стоп, но вскоре вернуться, потому что не думают, что были неправыми. Именно так внутридневные трейдеры Nasdaq в 2000 и 2001 гг. потеряли кучу денег. Они были дисциплинированы, поэтому закрывали позиции к концу дня, но продолжали повторять одну и ту же торговую ошибку: так и не смогли признать, что совершенно неправы, потому что мы были на медвежьем рынке.

– Таким образом, дисциплинированное использование стопов, установленных слишком близко, может привести к пресловутой смерти от тысячи порезов.

– Да, и именно поэтому я считаю, что книги по трейдингу, содержащие конкретные правила, могут быть довольно опасными. Они создают иллюзию, что вы дисциплинированы и все контролируете. И вы действительно ограждаете себя от единовременного катастрофического убытка, но остаетесь незащищенными от многократных убытков на основании одной и той же идеи.

Иногда близкий стоп уместен. При условии, что это краткосрочная техническая идея и сделка теряет для вас привлекательность, если рынок пробьет уровень, выход по близкому стопу – это нормально. Но при условии, что это фундаментальная идея, для реализации которой требуется длительное время, короткий стоп не имеет смысла. Если ваша стратегия входа и выхода не соответствует причине, по которой вам нравится сделка, у вас нет внутреннего плана управления денежными средствами, а значит, вы потерпите неудачу.

– Итак, прежде чем определить точку стопа, нужно решить, где ошибетесь.

– Сначала надо определить, в какой момент вы будете неправы. Это и будет уровень стопа. Затем надо подсчитать, сколько готовы потерять на данной идее. Наконец, нужно поделить сумму, которую готовы потерять, на убыток в расчете на один контракт в точке стопа. Это и определит размер вашей позиции. Ошибка, с которой я сталкиваюсь очень часто, заключается в том, что трейдеры проделывают это в обратном порядке. Начинают с размера позиции, узнают свой болевой порог – и так определяют, где поставить стоп.

* * *

Бытует мнение, что успешный глобальный макроменеджер – это трейдер, способный прогнозировать основные тенденции на мировых рынках (процентных ставок, валютном, фондовом, товарном) благодаря умелому анализу и проницательности. О'Ши подчеркивает, что сила не в том, чтобы предсказывать события, а в том, чтобы признавать то, что уже произошло. Он считает, что угадать главный поворотный момент (например, когда рыночный пузырь достигнет пика) очень сложно и пытаться это сделать – заведомо проигрышная стратегия. Вместо этого О'Ши ждет, пока не произойдут события, подтверждающие торговую гипотезу. Так, он полагал, что чрезмерный риск в период с 2005 по 2007 г. приведет к тому, что различные рынки раздуются выше разумного уровня и сделают финансовые рынки уязвимыми для крупной распродажи. Тем не менее, поскольку свою роль он видит в торговле в соответствии с преобладающими рыночными фактами, а не в прогнозировании поворотных моментов, у него были бычьи позиции. О'Ши не переходил на медвежью позицию до тех пор, пока не произошло событие, в котором он увидел подтверждение того, что рынки находятся в процессе крушения, – а именно

иссякание ликвидности на денежных рынках в августе 2007 г. Ему не нужно было ничего угадывать – достаточно было осознать важность события, которое многие оставили без внимания. И действительно, в следующие два месяца S&P 500 установил новые максимумы.

О'Ши считает, что способ реализации сделки важнее торговой идеи, и стремится осуществить сделку таким образом, чтобы обеспечить наилучшее соотношение риска и доходности, а также ограничить убытки в случае неудачи. Например, после того как в августе 2007 г. на денежных рынках иссякла ликвидность, О'Ши ожидал снижения ставок. Вместо того чтобы выражать эту торговую идею только через длинную позицию по инструментам с краткосрочной ставкой, он также реализовал сделку в виде спреда кривой доходности: длинные инструменты с краткосрочной процентной ставкой / короткие инструменты с долгосрочной процентной ставкой. О'Ши рассуждал следующим образом: кривая доходности в то время была относительно плоской, а это означало, что снижение ставки, скорее всего, будет сосредоточено на краткосрочном конце кривой доходности. Однако, если ставки росли, плоская кривая доходности подразумевала, что долгосрочные ставки повысятся как минимум настолько же, насколько и краткосрочные, а возможно, и больше. Спред кривой доходности обеспечивал большую часть потенциальной прибыли при незначительном риске. По сути, это давало гораздо лучшее соотношение доходности к риску, чем прямая длинная позиция только по краткосрочным ставкам.

Пик Nasdaq – еще один пример того, как О'Ши подбирает наилучшую стратегию по соотношению риска и доходности для реализации торговой идеи. После прорыва мартовского пика 2000 г. он был уверен, что пузырь лопнул. Тем не менее он не рассматривал короткие позиции по Nasdaq, хотя и считал, что рынок сформировал значительный пик пузыря, потому что понял – и оказался прав, – что игра на понижение таит в себе опасность.

Несмотря на то что в конечном итоге рынок резко упал, летом 2000 г. индекс продемонстрировал примерно 40 %-й отскок. Движение такого масштаба, скорее всего, привело бы к выбиванию короткой позиции по стопу. О'Ши рассудил так: пик Nasdaq означает, что стоимость большинства активов упадет с завышенного уровня, что приведет к замедлению экономического роста и снижению процентных ставок. Длинная позиция по облигациям представляла собой гораздо более простой и удобный способ реализовать ту же торговую идею. Впоследствии облигации стали частью плавного восходящего тренда, в отличие от крайне неустойчивого нисходящего тренда по Nasdaq.

Гибкость – одно из главных качеств, необходимых для успешной торговли. Важно не привязываться к какой-то одной идее и постоянно быть готовым выйти из сделки, если поведение цены не соответствует торговой гипотезе. О'Ши ставит в пример Джорджа Сороса как мастера гибкости, который не привязан к своим сделкам и меньше всех сожалеет о выходе из позиции. В апреле 2009 г. О'Ши был настроен пессимистично в отношении финансовых перспектив, но поведение рынка говорило ему, что он ошибается. Поскольку его медвежья гипотеза не согласовывалась с поведением рыночных цен, он сформулировал совершенно другую гипотезу, которая, похоже, соответствовала тому, что происходило, а именно: на рынках отразилось начало восстановления экономики, возглавляемое Азией. Придерживаться изначальных рыночных ожиданий было бы катастрофически неверно, поскольку как фондовые, так и товарные рынки после этого показали многолетнее оживление. Способность признать, что его предположение было ошибочным, и действовать исходя из этого осознания позволила О'Ши провести прибыльный год, даже несмотря на то, что его первоначальный взгляд на рынок был совершенно неправильным.

О'Ши считает, что лучший способ торговать в условиях рыночного пузыря – это играть на повышение, чтобы получить прибыль от чрезмерной эйфории, а не пытаться уловить пик, что почти невозможно и чревато большими убытками, если начать действовать слишком рано. Во время цикла пузыря проще торговать, открывая длинные позиции, потому что восходящий тренд там, как правило, относительно плавный, в то время как нисходящий после схлопывания

пузыря – крайне неустойчив. Есть два компонента, необходимых для успешной игры на повышение в условиях пузыря. Во-первых, важно начать торговлю на ранней стадии. Во-вторых, поскольку пузыри склонны к внезапным и резким разворотам вниз, очень важно, чтобы долгосрочная позиция была структурирована таким образом, чтобы ограничить потери в худшем случае. По этой причине О'Ши никогда не открывает напрямую длинную позицию на рынке пузыря, а вместо этого предпочитает выражать бычий настрой посредством такой позиции, как длинный колл, в которой максимальный риск определяется премией, уплаченной за опцион. Рынки пузырей с низкой волатильностью особенно хорошо подходят для торговли длинными коллами.

Хотя макросделки обычно основаны на фундаментальном взгляде на рынок, для сделки не всегда должна иметься причина. Иногда движение рыночной цены само по себе может показать, что происходит нечто важное, даже если основная причина неочевидна. О'Ши столкнулся с такой ситуацией во время краха LTCM – события, которое сильно повлияло на большинство рынков. Хотя тогда О'Ши не знал причины рыночных движений, он рассудил, что масштабы колебаний свидетельствуют о важном фундаментальном событии, и соответствующим образом скорректировал свою позицию. В подтверждение этой концепции он приводит слова Джорджа Сороса: «Инвестируйте, потом исследуйте».

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.