

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

К читателям

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 стагфляцию, 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 разъясняли: 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 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.

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.

Предисловие

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, вырослел 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
Бастроп, 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 фонды¹. 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)², 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 \$2 трлн. Влияние трейдинговой деятельности хедж-фондов намного превышает их номинальный размер, потому что их управляющие торгуют гораздо

¹ 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.

² 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.

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 козырным 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.

Вступление

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 природы. 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»¹. Еще поблагодарю Джеффа Фейга и, наконец, трейдеров, которые согласились дать интервью и поделиться своими соображениями.

¹ Льюис М. Большая игра на понижение. Тайные пружины финансовой катастрофы. — М.: Альпина Паблишер, 2020.



ЧАСТЬ

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 занятную 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 ограничился 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 высоких 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 различия 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 малоллюдно: 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 консерватором.

— 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 налогово-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 экономической 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 работают 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 дождаться 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 РИМСО 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 ликовидно, 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 «разменяли 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 придал 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 ЕРМ. 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 рухнет, 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. Попробовать 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