THE NEW MARKET WIZARDS

CONVERSATIONS WITH AMERICA'S TOP TRADERS

JACKD.SCHWAGER

HarperBusiness
A Division of HarperCollinsPubfehers

НОВЫЕ МАГИ РЫНКА

БЕСЕДЫ С ЛУЧШИМИ ТРЕЙДЕРАМИ АМЕРИКИ

ДЖЕКД.ШВАГЕР

Перевод с английского

Москва
2004

УДК 336.76
ББК 65.262.2
Ш33

Книга рекомендована экспертным советом по финансам издательства «Альпина Бизнес Букс»

Издано при содействии ООО «Атон»

Перевод А. Шматова Редактор А. Дзюра Ш33
Швагер Дж. Д.
Новые маги рынка: беседы с лучшими трейдерами Америки/ Джек Д. Швагер; Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. — 652с.

ISBN 5-9614-0071-9

Джек Швагер — известный финансист, автор таких финансовых бестселлеров, как «Маги фондового рынка», «Технический анализ. Полный курс» и других. В книге «Новые маги рынка» он беседует с ведущими мировыми портфельными менеджерами и трейдерами, которые достигли выдающихся результатов на рынках акций, фьючерсов, опционов и других.

Книга позволяет из первых рук почерпнуть инвестиционные идеи и приемы торговли от ведущих профессионалов — «магов рынка». Поражает разнообразие методов торговли, используемых этими «магами рынка». Некоторые из них торгуют только на основе фундаментального анализа, ни разу не взглянув на графики цен акции, другие используют только технические торговые системы, третьи основное внимание уделяют проблемам ценообразования опционов, четвертые пытаются найти возможность арбитражной прибыли на современном сверхэффективном рынке.

В отличие от большинства финансовых монографий, книга написана простым языком и увлекательно читается, поэтому книга будет интересна не только профессиональным трейдерам, инвесторам и аналитикам, но и начинающим финансистам, а также студентам экономических вузов.

УДК 336.76
ББК 65.262.2

Все права защищены. Любая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами без письменного разрешения владельца авторских прав.

© Jack D. Schwager, 1992. All rights reserved. Published by arrangement with HarperBusiness, an imprint of HarperCollins Publishers, Inc.

ISBN 5-9614-0071-9 (рус.)
ISBN 0-88730-667-5 (англ.)

© Альпина Бизнес Букс, перевод, оформление, 2004

ОГЛАВЛЕНИЕ

Предисловие к российскому изданию **7**
Предисловие **11**
Благодарности **14**
Пролог **16**

ЧАСТЫ.
Перспективы торговли **19**
Несчастные случаи в торговле 20
Хусейн совершает плохую сделку 31

ЧАСТЫ1.
Самый большой рынок в мире **35**
Билл Липшуц. Султан валют 36

ЧАСТЬ III.
Фьючерсы: такой разнообразный рынок **103**
Фьючерсы: понимание основ 104
Рэнди Маккей. Трейдер-ветеран..... 108
Уильям Экхардт. Математик..... 145
Молчание черепашек 192
Монро Траут. Лучшая прибыль при минимальном риске..... 207
Эл Вайсе. Ходячая энциклопедия графиков..... 243

ЧАСТЫУ.
Управляющие фондами и тактические игроки..... **253**
Стэнли Дракенмиллер. Искусство инвестирования на колебаниях..... 254
Ричард Дрихаус. Искусство высокоприбыльного инвестирования.... 286
Джил Блейк. Мастер постоянства 310
Виктор Сперандео. И рынки стареют 336

ЧАСТЬ V.
Игроки на многих рынках 371
Том Бассо. Мистер Безмятежность 372
Линда Брэдфорд Рашке. Музыка рынков 391

ЧАСТЬ VI.
Денежные машины 415
CRT. Торговая машина 416
Марк Ричи. Бог на бирже 423
Джо Ричи. Интуитивный теоретик 453
Блэр Халл. Как получить преимущество 480
Джефф Ясс. Математика стратегии 514

ЧАСТЬ VII.
Психология торговли 539
Дзен и искусство торговли..... 541
Чарльз Фолкнер. Ум человека, добивающегося успеха в жизни 544
Роберт Крауц. Роль подсознания..... 578

ЧАСТЬ VIII.
Завершающий звонок 601

Магия рынка 602

Вместо заключения..... 626

Приложение.
Опционы — понимание основ 628

Словарь 634

ПРЕДИСЛОВИЕ К РОССИЙСКОМУ ИЗДАНИЮ

Современный российский фондовый рынок еще очень молод. Возникнув в начале 1990-х годов с появлением приватизационных ваучеров, последующие полтора десятилетия он стремительно рос и развивался. Обороты рынка стали исчисляться десятками миллиардов долларов, появились новые торговые площадки, ставшие привлекательными не только для иностранных, но и для российских инвесторов. По фондовому индексу РТС сверяется экономическое здоровье страны.

Конечно, было бы наивно полагать, что за полтора десятилетия можно достичь того, на что в развитых капиталистических странах ушло около четырех столетий. Но российский рынок активно растет, причем в отличие от начала 1990-х годов, когда здесь доминировали западные инвесторы, появились уже и частные российские инвесторы. Среди клиентов Инвестиционной группы «Атон», например, на сегодняшний день частные российские инвесторы составляют почти 4500 человек. Сегодня начальная стадия становления российского фондового рынка пройдена. Рынок ценных бумаг, который представляется более глобальным, чем какой-либо другой сектор экономики, интегрируется в мировую финансово-инвестиционную систему. В этих условиях просто необходимо свободно владеть всеми существующими в мире фондовыми инструментами, свободно ориентироваться в любых стратегиях. Мировой рынок должен

быть понятным и доступным для любого российского инвестора.

Книга «Новые маги рынка» вобрала в себя бесценный опыт самых известных и удачливых трейдеров. Серия интервью, в которых лучшие трейдеры мира делятся своим пониманием тонкостей фондового рынка, тайнами его математики и философии, детально описывают самые виртуозные стратегии, раскрывают механизмы самых знаменитых сделок, поможет не только понять, но и более свободно ориентироваться на рынке ценных бумаг.

В Америке существует хорошая поговорка, которую часто используют, чтобы поставить на место любителей поразглагольствовать и поделиться «ценными» советами: «если ты такой умный, то почему ты такой бедный?» В отличие от многочисленных книг из серии «Как стать миллионером за сто дней», написанных скучающими домохозяйками и неудавшимися коммивояжерами, главная ценность этой работы состоит в том, что в ней представлены знания тех, кто царит и властвует на рынке, причем полученные из первых рук.

Надеюсь, что мировой фондовый рынок станет для Вас ближе и понятнее. Инвестиционная группа «Атон» всегда готова Вам в этом помочь.

Александр Кандель,
генеральный директор ИГ «Атон»

На ошибках учатся больше, чем на успехах.

Примо Левы

Я должен создать свою систему, или меня поработит чужая система.

Уильям Блейк

ПРЕДИСЛОВИЕ

Я верю в то, что:

1. Рынки не беспорядочны. Мне плевать, если куча академиков, выступающих за гипотезу эффективного рынка, вырастет до небес; они просто неправы.
2. Рынки не беспорядочны, потому что они основываются на человеческом поведении. А человеческое поведение, особенное поведение масс, не беспорядочно. Оно никогда таким не было и, вероятно, никогда таким не будет.
3. У рынков нет какого-то Святого Грааля или универсального секрета, но существует множество стереотипных фигур, которые могут привести к прибыли.
4. Существуют миллионы способов делать деньги на рынках. Беда в том, что их очень трудно найти.
5. Рынки всегда изменяются и вместе с тем всегда остаются неизменными.
6. Секрет успеха на рынках лежит не в открытии какого-то невероятного индикатора или универсальной теории — скорее он находится внутри каждого из нас.
7. Чтобы преуспеть в торговле, требуется сочетание таланта и исключительно напряженной работы (кто бы мог подумать!) — т. е. то же сочетание,

которое необходимо для успеха в любой сфере деятельности. Те, кто хотят добиться успеха, купив новейшую систему за 300 или даже 3000 долларов или следуя какому-то «горячему» совету, никогда не найдут ответа, потому что они пока еще не понимают вопроса.

8. Успех в торговле — цель стоящая, но она не будет стоить ничего, если не сопровождается успехом в вашей жизни (и я использую слово *успех в* этом контексте без его денежного значения).

Проводя интервью для этой книги и ее предшественницы, книги «Маги рынка» *(Market Wizards),* я пришел к убеждению, что вопрос выигрыша на рынках сводится к навыкам и дисциплине, а не к удаче. Величина и последовательность выигрышей, достигнутых многими людьми, с которыми я беседовал, просто не оставляет места случайностям. Я думаю, что в книге *Market Wizards* даются ролевые модели поведения, необходимого для того, чтобы выигрывать на рынках. И те, кто ищет быстрого обогащения, должны быть с самого начала разочарованы.

Эта книга предназначена для двух групп читателей: профессионалов, которые связали свою карьеру с рынками, или тех, кто всерьез изучает рынки, и непрофессиональных читателей, которые проявляют общий интерес к финансовым рынкам, а также любопытство в отношении тех, кто добился значительного выигрыша на арене, где подавляющее большинство проигрывает. Для того, чтобы книга эта была понятна непрофессиональному читателю, я постарался избегать особенно эзотерических тем и включал объяснения там, где это необходимо. В тоже время я стремился сохранить все основные идеи в таком виде, чтобы не упустить важную информацию для тех, кто уже имеет хорошее практическое знание рынков. Я думаю, что эта книга должна показаться интересной как непрофессиональному читателю, так и профессионалу —

просто потому, что элементы, которые определяют успех в торговле, полностью применимы к успеху практически на любом поле деятельности или для достижения любой значительной цели.

БЛАГОДАРНОСТИ

Хочу от души поблагодарить всех тех, кто любезно согласился на интервью для этой книги, поделившись своими мыслями и опытом и воздержавшись от внесения косметических изменений при изучении законченной рукописи (не все, кого я проинтервьюировал, проявили подобное понимание; исключения в книге этой не публикуются). В некоторых случаях проинтервьюированные мною трейдеры ничего не выигрывали от участия в книге, по крайней мере, в денежном смысле, поскольку они либо не управляют никакими публичными фондами, либо не принимают больше инвестиций. Сотрудничество с их стороны я ценю особенно высоко. Я хотел бы также поблагодарить свою жену Джо-Энн за то, что она прочитала первую версию рукописи и дала мне некоторые полезные советы, причем принял я их все. Но больше всего я должен поблагодарить Джо-Энн за то, что она пережила еще один год «книжного вдовства», не говоря уж о том, что она сдерживала детей, чтобы я мог высыпаться по утрам после того, как, бывало, писал ночами напролет. Трое моих чудесных детей — Дэниел, Захария и Саманта — проявляли столько понимания, сколько можно ожидать от группы, состоящей из детей в возрасте восьми, семи и трех лет, приняв как неизбежное все те часы, которые в результате моей работы были украдены из нашего общения и совместных занятий.

Наконец, я хотел бы поблагодарить следующих друзей за их предложения и советы, касающиеся потенциальных кандидатов на интервью: Норма Задеха (Norm Zadeh), Одри Гэйл (Audrey Gale), Дугласа Мэйкписа (Douglas Makepeace), Стэнли Энгриста (Stanley Angrist), Тони Салиба (Tony Saliba) и Джеффа Грэбла (Jeff Grable).

ПРОЛОГ

Ювелир

Одним холодным зимним утром некий юноша проходит восемь километров сквозь снег и метель. Он стучит в дверь ювелира. Ювелир открывает, в руке у него метла.

— Да?

— Я хочу узнать все о нефрите.

— Очень хорошо, заходи в тепло.

Они сидят у огня, попивая горячий зеленый чай. Ювелир вкладывает зеленый камень в ладонь юноши и начинает рассказ о трех лягушках. Через несколько минут юноша прерывает:

— Извините, я пришел сюда узнать о нефрите, а не о трех лягушках.

Ювелир забирает камень, велит юноше возвращаться домой и приходить через неделю. На следующую неделю юноша приходит снова. Ювелир вкладывает другой зеленый камень в руку юноши и продолжает свой рассказ. И вновь юноша прерывает. Снова ювелир отправляет его домой. Проходят недели. Юноша прерывает рассказ все меньше и меньше. Юноша также учится заваривать горячий зеленый чай, убирать на кухне и подметать полы. Приходит весна.

Однажды юноша замечает: «Камень, который я держу в руке, не настоящий нефрит».

Я откидываюсь на спинку стула, смакуя этот рассказ. Ученик мой прерывает:

— Хорошо, хорошо. История замечательная, но я не вижу, что в ней общего с деланием денег. Я пришел к вам, чтобы узнать о рынках. Я хочу узнать о быках и медведях, о фьючерсах, акциях, облигациях и опционах. Я хочу заработать много денег. А вы мне рассказываете сказку о нефрите. Что это такое? Вы...

— Что ж, пока на этом все. Оставьте эти ценовые графики на столе. Приходите на следующей неделе снова.

Проходят месяцы. Ученик прерывает меня все меньше и меньше, в то время как я продолжаю рассказывать историю «Окна трейдера».

Из книги *The Trader's Window,*
Эд Сэйкота

ЧАСТЬ 1

Перспективы торговли

НЕСЧАСТНЫЕ СЛУЧАИ В ТОРГОВЛЕ

Выступая с серией лекций после завершения *Market Wizards,* предшественницы этой книги, я часто сталкивался с рядом повторяющихся вопросов. Одним из нередко встречавшихся вопросов был такой: «Улучшилась ли значительно ваша собственная торговля после того, как вы закончили интервьюировать лучших в мире трейдеров?» И хотя я действительно имел возможность значительно улучшить свою торговлю, ответ мой был несколько обескураживающим. «Ну, — отвечал я, — не знаю. Видите ли, сейчас я не торгую».

Хотя для автора книги *Market Wizards* отсутствие торговли может показаться несколько еретическим, для моего бездействия была вполне разумная причина. Одним из главных правил торговли является (или должно быть): не торгуйте, когда вы не можете позволить себе проиграть. Лучший способ *наверняка* обеспечить себе проигрыш — это торговать на деньги, которые не можете позволить себе потерять. Если ваш торговый капитал слишком важен для вас, вы обречены на целый ряд фатальных ошибок. Вы неизбежно пропустите ряд наилучших торговых возможностей, потому что часто они бывают самыми рискованными. Вы будете преждевременно закрывать замечательные позиции при первом же признаке обратного движения цены и после этого видеть, как рынок идет в предсказанном вами направлении. Вы будете слишком рано фиксировать прибыль,

потому что будете бояться, что рынок отнимет ее у вас. Парадоксально, но чрезмерная озабоченность возможностью потерять деньги может даже заставить вас держаться за проигрышные сделки, ибо страх порождает нерешительность — так же, как олень замирает в лучах фар автомобиля. Короче говоря, торговля на «последние деньги» приведет к целому ряду отрицательных эмоций, которые ухудшат процесс принятия решений и в конечном счете гарантируют провал.

Завершение книги *Market Wizards* совпало со строительством моего дома. Возможно, где-то за пределами нашей великой страны можно найти человека, который действительно построил дом за те деньги, на которые он первоначально рассчитывал. Но я в этом сомневаюсь. Занимаясь финансированием строительства дома, вы замечаете, что все время повторяете казалось бы безобидную фразу: «О, это всего лишь еще 2000 долларов». Но эти 2000 долларов все добавляются и добавляются, не говоря уже о более крупных суммах. Одним из выбранных нами излишеств был крытый плавательный бассейн, и, чтобы расплатиться за него, я ликвидировал свой фьючерсный счет — в самом прямом смысле этого слова. Моим самым искренним намерением было не возобновлять торговлю до тех пор, пока я не почувствую, что у меня есть достаточный рисковый капитал, а бесконечный поток улучшений дома отодвигал эту дату все дальше и дальше в будущее. Кроме того, на мне висело довольно изматывающее дело — занятие серьезной ежедневной работой и одновременное написание книги. Торговля требует энергии, а я чувствовал, что мне нужно время, чтобы восстанавливаться без каких-либо дополнительных нагрузок. Короче говоря, торговать я не хотел.

Такова была ситуация, когда однажды, просматривая после обеда графики, я пришел к твердому убеждению, что британский фунт вот-вот обрушится. В предыдущие две недели фунт двигался прямо вниз без малейшего намека на техническое восстановление. После этого

резкого падения на прошлой неделе на графике фунта образовалась узкая боковая фигура. По своему опыту я знаю, что появление такой фигуры часто приводит к последующему снижению цены. Рынки часто делают то, что противоречит планам большинства трейдеров. В данной ситуации многие трейдеры, имевшие длинные позиции, поняли, что они были неправы, и согласились на ликвидацию плохой позиции — не сразу, конечно, но на первом же отскоке. Другие трейдеры, ждавшие, чтобы открыть короткую позицию, поняли, что поезд, возможно, ушел без них. Они также ждали любого незначительного восстановления как возможности продать. Простая истина состоит в том, что большинство трейдеров не выносят даже мысли о продаже вблизи недавнего минимума, особенно вскоре после резкого падения. В результате, когда все хотят продавать на первом же подъеме, рынок так никогда и не растет.

В любом случае, едва взглянув на график, я почувствовал убеждение, что это была одна из тех ситуаций, в которых рынок так и не сможет поднять головы. И хотя мое сильное убеждение побуждало меня открыть короткую позицию, я также полагал, что время для возобновления моей торговли неподходящее. Я взглянул на часы. До закрытия оставалось ровно 10 минут. Я заколебался. Тем временем рынок закрылся.

Тем же вечером перед уходом с работы я почувствовал, что сделал ошибку. Раз уж я был так уверен, что рынок идет вниз, рассуждал я, мне следовало открыть короткую позицию, даже если я и не хотел торговать. Поэтому я позвонил брокеру, круглосуточно работающему на рынке форекс, и разместил ордер на открытие короткой позиции по британскому фунту на ночном рынке. На следующее утро, когда я пришел, фунт уже успел упасть на открытии на 200 пунктов. Я перечислил небольшую сумму на свой счет и разместил стоп-ордер для того, чтобы ликвидировать сделку, если рынок вернется к уровню моего вхождения. Я решил, что торгую

лишь на деньги самого рынка, и поскольку я планировал прекратить торговлю при возвращении на уровень безубыточности, я не нарушал особенно своих убеждений в том, что нельзя торговать, не имея достаточного капитала. Так я снова оказался втянутым в торговлю, несмотря на свое нежелание.

Эта конкретная сделка дает хорошую иллюстрацию одного из тех принципов, которые возникли из моих интервью для книги *Market Wizards.* Терпение является тем элементом, который, как подчеркивали ряд супертрейдеров, критически важен для успеха. Пожалуй, наиболее ярко об этом сказал Джеймс Роджерс: «Я просто жду, пока не увижу на тротуаре деньги, и затем все, что мне надо сделать — это подойти, нагнуться и поднять их. А до этого времени я ничего не делаю». По существу, не желая торговать, я неосознанно превратил себя в мастера терпения. Заставляя себя ждать до тех пор, пока не появится сделка настолько привлекательная, что невозможно было вынести мысль о том, чтобы не осуществить ее, я значительно улучшил свои шансы.

В течение следующих нескольких месяцев я продолжал торговать, и мой капитал постепенно рос, так как я принимал большей частью правильные торговые решения. Мой счет вырос с нуля (не считая первоначальных 4 тыс. долларов, которые я внес, а потом быстро забрал, когда прибыль более чем покрыла требование маржи) до 25 тыс. долларов. Именно в этот момент, когда я находился в деловой поездке, рынок развернулся в неблагоприятном для меня направлении. В перерывах между переговорами я принял несколько поспешных решений, и практически все они оказались неправильными. В течение примерно недели я потерял около трети своего выигрыша. Обычно, когда я уступаю значительную часть своей прибыли, я жму на тормоза и либо торгую по минимуму, либо вообще прекращаю торговлю. Инстинктивно я и в этом случае последовал тому же сценарию, ибо все мои позиции были сокращены до минимальных уровней.

В это время мне позвонил мой друг Гарви (это ненастоящее имя). Гарви — сторонник волнового анализа Эллиотта* (сложная теория, пытающаяся объяснить все поведение рынка как часть общей структуры ценовых волн). Гарви часто звонит мне, чтобы узнать, что я думаю о рынке, и по ходу дела неизбежно делится своими взглядами. И хотя я обычно считаю, что нельзя слушать чьи-либо мнения по конкретным сделкам, Гарви, так уж получилось, дал мне несколько очень хороших советов. И в этот раз я прислушался к его словам.

«Слушай, Джек, — сказал он, — ты должен продать британский фунт». В то время британский фунт уже на протяжении четырех месяцев шел по существу прямо вверх, достигнув полуторалетнего максимума.

«Вообще-то, — ответил я, — мой собственный прогноз предполагает, что мы, возможно, находимся лишь в нескольких центах от крупной вершины, но на таком быстро развивающемся рынке я не стал бы продавать ни при каких обстоятельствах. Я собираюсь подождать, пока не появятся какие-нибудь признаки достижения рынком вершины».

«Этого никогда не случится, — ответил Гарви. — Это пятая внутри пятой (ссылка на волновую структуру цен, имеющая какой-то смысл для эллиотчиков, как называют сторонников этой методологии. Что касается других читателей, то любая попытка объяснить этот жаргон скорее запутает, чем просветит — уж поверьте мне на слово). Это последний вздох рынка, и он, вероятно, в понедельник утром откроется с нисходящим разрывом и будет очень долго падать (разговор этот происходил

Волновой принцип Эллиотта (Elliott Wave Principle), как он официально называется, был первоначально разработан бухгалтером Р. Н. Эллиоттом, занимавшимся изучением рынков. Работа Эллиотта по этому предмету была опубликована в 1946 году, лишь за два года до его смерти, под довольно нескромным названием «Закон природы — секрет вселенной» *(Nature's Law—The Secret of the Universe).* Применение этой теории неизбежно субъективно, и в целом ряде книг существует множество ее интерпретаций (источник: John J. Murphy, *Technical Analysis of the Futures Markets,* New York Institute of Finance, 1986).

после обеда в пятницу, когда фунт находился вблизи своих максимумов той недели). Уж я насчет этого абсолютно уверен».

Я задумался и помолчал какое-то время: только что я хлебнул горя на рынках. Анализ Гарви обычно очень хорош, а на этот раз он, похоже, особенно уверен насчет своего прогноза. Может быть, мне стоит пойти по его следам в одной лишь этой сделке, и если он прав, то я с легкостью вернусь на выигрышную дорожку.

И я сказал (я до сих пор содрогаюсь при воспоминании об этом): «О'кей, Гарви, я послушаю тебя в этой сделке. Но должен сказать тебе, что, исходя из своего прошлого опыта, я пришел к выводу, что слушать чужих советов нельзя. Если я открою позицию по твоему совету, то у меня не будет никакой основы для принятия решения о том, когда закрывать сделку. Так что придется мне принять план следовать за тобой до конца. Я закрою свою сделку, когда ты ее закроешь, и ты обязательно скажи мне, если изменишь свое мнение». Гарви с удовольствием согласился. Я открыл короткую позицию по рыночной цене примерно за полчаса до закрытия и затем наблюдал, как цены продолжают потихонечку расти, и фунт закрылся вблизи своего недельного максимума.

В понедельник утром британский фунт открылся на *220* пунктов выше. Одним из моих торговых правил является следующее: никогда не держи позицию, которая резко идет против тебя с разрывом сразу же после того, как ее открываешь (под разрывом понимается открытие рынка намного выше или ниже его предыдущего закрытия). Вся эта сделка казалась неправильной, и мои инстинкты говорили мне, что надо ее сразу же прекращать. Однако, поскольку я открыл эту сделку, следуя анализу Гарви, я подумал, что было бы важно проявить последовательность. Поэтому я позвонил Гарви и сказал: «Эта короткая сделка по фунту не очень-то мне нравится, но поскольку я думаю, что разные виды анализа в одной сделке смешивать не очень хорошо, я собираюсь в дан-

ном случае следовать за тобой и закрыть позицию одновременно. Что ты об этом думаешь?»

«Он ушел немного выше, чем я думал, но это просто продолжение волны. Я думаю, что мы очень близки к вершине. И я сохраняю свою короткую позицию».

В течение недели рынок продолжал повышаться. В пятницу выход кое-каких отрицательных новостей по фунту вызвал с утра краткосрочное снижение курса валюты, но к обеду цены снова ушли вверх. Эта неправильная реакция на новости вызвала у меня серьезную тревогу. И вновь мои инстинкты потребовали, чтобы я закрыл сделку. Но я не хотел на столь позднем этапе отклоняться от плана игры, поэтому снова позвонил Гарви. И, конечно, как вы можете догадаться, выяснилось, что волна оказалась «расширенной», и он по-прежнему остается при своих медвежьих настроениях. Что ж, и я сохранил свою короткую позицию.

Я не особенно удивился, когда утром в следующий понедельник рынок поднялся еще на пару процентных пунктов. А через день, когда рынок все продолжал повышаться, позвонил Гарви. Его уверенность не поколебалась, и он триумфально объявил: «Хорошая новость. Я пересчитал свой анализ, и мы теперь находимся очень близко к вершине». Я внутренне застонал. Его энтузиазм в связи с событием, которое так и не состоялось, выглядел как-то зловеще. Что касается моей уверенности в этой сделке, то она достигла нового минимума.

Нет нужды продолжать приводить все эти ужасные подробности. Примерно через неделю я решил сдаться, с Гарви или без него. Кстати говоря, рынок продолжал расти и через семь месяцев после этих событий.

Удивительно, как один торговый грех ведет к целому каскаду других. Началось все с жадности в стремлении найти легкий путь оправиться после нескольких убытков, последовав за чужой сделкой. Это действие также было нарушением моего сильного убеждения в том, что в торговле неразумно следовать мнениям других людей. За этими ошибками быстро последовало игнорирова-

ние некоторых вопиющих сигналов рынка о ликвидации позиции. И, наконец, передав процесс принятия решений по сделке другой стороне, я оказался без какого-либо метода управления риском. Позвольте мне внести абсолютную ясность. Дело тут не в том, что я последовал плохому совету и потерял деньги, а в том, что рынок неукоснительно заставляет следовать своим правилам и безжалостно и неумолимо карает жесткими штрафами все (торговые) нарушения. Вина за убыток была полностью моей, а не Гарви (и не метода волнового анализа Эллиотта, с которым связали свою жизнь столь большое число трейдеров).

Я поторговал еще месяц и затем решил прекратить это дело, ибо мой счет приблизился к точке безубыточности. Взлет и падение величины моего счета не принесли ничего, кроме некоторого опыта на рынке.

Через несколько месяцев я выступал на семинаре, где согласился поучаствовать Эд Сейкота, что было для него событием редким. Эд был одним из тех феноменальных трейдеров фьючерсами, которых я проинтервьюировал для *Market Wizards.* Его взгляды на рынки дают необычную смесь научного анализа, психологии и юмора.

Эд начал свою презентацию, попросив добровольца из публики указать на различных графиках периоды времени, совпадавшие с датами на обложках финансовых журналов, которые он принес. Он начал с ранних 1980-х годов. На обложке было написано: «Повысятся ли процентные ставки до 20%?» Естественно, дата на обложке журнала почти точно совпадала с основанием рынка облигаций. В другом случае он вытащил обложку со зловещей фотографией фермерских полей, испепеляемых палящим солнцем. Дата публикации совпадала с пиком цены на рынках зерновых во время засухи 1988 года. Переходя к текущим в то время событиям, он показал обложку журнала, на которой было написано: «Как высоко могут уйти цены на нефть?» Статья это была написана в то время, когда вслед за вторжением Ирака в

Кувейт цены на нефть взлетели до небес. «Я думаю, что мы, вероятно, только что миновали вершину рынка нефти», — сказал Эд. И он был прав.

«Теперь вы понимаете, как получать из новостей и финансовых журналов всю важную информацию об изменении рыночных трендов. Просто читайте заголовки на обложках и не обращайте внимания на статьи внутри». В этом весь Эд Сейкота.

Мне очень хотелось поговорить с Эдом, чтобы поделиться свои торговым опытом и и узнать, что он об этом думает. К сожалению, на всех перерывах во время семинара мы оба были окружены слушателями, задававшими вопросы. Остановились мы в одном и том же небольшом отеле в Сан-Франциско. Вернувшись туда, я спросил Эда, не хочет ли он прогуляться и найти местечко, где мы могли бы расслабиться и поболтать. И он, хотя выглядел немного усталым, согласился.

Мы побродили немного в тех краях, пытаясь найти что-то напоминающее уютный местный бар или кафе. Но кроме крупных отелей найти ничего не удавалось. Наконец, отчаявшись, зашли мы в один из них. В фойе громко играющий оркестр и по-настоящему плохой певец пытались поведать свою версию — чего бы вы думали? — «Нью-Йорк, Нью-Йорк» (я уверен, что если бы мы были в Нью-Йорке, оркестр играл бы «Я оставил свое сердце в Сан-Франциско»). Это место, конечно, не подходило для спокойного разговора с человеком, который, как я надеялся, мог бы выступить в роли моего временного наставника. Мы присели снаружи, но отголоски музыки все равно оставались раздражающе громкими, и атмосфера была убийственной. Мои надежды на откровенный разговор быстро таяли.

Пытаясь извлечь хоть какую-то пользу из этого ужасного положения, я пересказал Эду свой недавний торговый опыт. Я объяснил, как начал торговать снова, несмотря на то, что не хотел этого делать, и рассказал о невероятной цепочке ошибок, которые совершил в

одной-единственной сделке с британским фунтом — ошибок, которые, как я думал, изжил уже много лет назад. Я рассказал ему, что по иронии судьбы перед тем, как я связался с этой сделкой по британскому фунту, у меня еще оставался выигрыш примерно в 20 тыс. долларов, и я как раз искал себе новую машину примерно такой же стоимости. Поскольку строительство дома практически истощило все мои активы, я испытал желание закрыть этот счет и использовать деньги для покупки машины. Это была очень привлекательная мысль, поскольку машина была бы немедленным материальным вознаграждением за несколько месяцев хорошей торговли без риска для какой-либо части моих собственных средств.

«Так почему же вы не закрыли свой счет?» — спросил Эд. «Ну, — сказал я, — а как я мог?» Хотя я в паре случаев и умудрялся превращать несколько тысяч долларов в сто тысяч, я всегда в конце сбивался. Я никогда не мог по-настоящему преодолеть этот порог и превратить их в действительно серьезные деньги. Если я решал закрыть свои позиции, чтобы сделать покупку, я всегда спрашивал себя, не тот ли это случай, когда я мог бы достичь своих торговых целей. Конечно, задним числом я вижу, что для меня гораздо лучше было бы забрать прибыль, но в то время я не мог себе представить, что откажусь от такой возможности. И я рационально объяснил все это Эду.

«Иными словами, единственный способ, при котором вы могли прекратить торговать — это потерять все. Правильно?» Больше Эду не надо было ничего говорить. Я вспомнил, что в интервью, данном для книги *Market Wizards,* его самым ярким комментарием было: «Каждый получает от рынка то, чего хочет». Я хотел прекратить торговать, и именно это я получил.

Мораль здесь такова: вам не нужно все время находиться на рынке. Не торгуйте, если вам не хочется, или если по какой-то причине торговля просто кажется вам

неуместной. Чтобы выигрывать на рынках, вам нужна уверенность, а также желание торговать. Я думаю, что исключительные трейдеры большую часть времени обладают обоими этими качествами, а у остальных из нас они могут появляться вместе лишь иногда. В моем собственном случае я начал с уверенностью, но не имея стремления торговать, а закончил не имея ни того, ни другого. В следующий раз, когда я начну торговать, я намерен иметь и то, и другое.

ХУСЕЙН СОВЕРШАЕТ ПЛОХУЮ СДЕЛКУ

Элементы хорошего и плохого принятия решений в торговле во многих отношениях очень похожи на аналогичные элементы процесса принятия решений в общем. Начало моей работы над этой книгой совпало с событиями, имевшими место непосредственно накануне войны в Персидском заливе. И я не мог не поразиться сходству между действиями Саддама Хусейна и типичным поведением начинающего трейдера.

Сделкой Хусейна было вторжение в Кувейт. Сначала у него были для этой сделки солидные фундаментальные причины (фундаменталистские причины появились позднее, когда Хусейн решил, что удобно будет вспомнить о религии). Вторгшись в Кувейт, Хусейн мог взвинтить цены на нефть на пользу Ираку, ликвидировав одну из стран, постоянно превышавших свои квоты ОПЕК, и создав сумятицу на мировых нефтяных рынках. У него также был, казалось бы, неплохой шанс на постоянную аннексию части или всех нефтяных месторождений Кувейта, а также на получение прямого доступа к Персидскому заливу. И, наконец, немаловажным было и то, что вторжение давало Хусейну чудесную возможность удовлетворить свои амбиции, порожденные манией величия.

На фоне всего этого потенциала роста первоначальный риск по сделке казался небольшим. Хотя многие об этом и забыли из-за того, что, в конце концов, Соединен-

ные Штаты заняли очень решительную позицию, первоначальную реакцию государственного департамента на высказывания и действия Ирака, содержавшие угрозу вторжения, можно было бы интерпретировать как «это не наша проблема». Для Хусейна такая соглашательская политика практически была равна предложению выстелить ковровую дорожку для иракских танков.

Поэтому сначала, с точки зрения Хусейна, вторжение в Кувейт было хорошей сделкой — большой потенциал и ограниченный риск. Однако, как это часто случается, рынок изменился. Президент Буш связал Соединенные Штаты обязательствами по защите Саудовской Аравии, послав туда войска и обеспечив принятие в ООН резолюций с целью убедить Хусейна покинуть Кувейт. Тогда еще Хусейн мог, вероятно, выбить себе сделку, в которой он ушел бы из Кувейта в обмен на распределение некоторых спорных территорий и прав пользования портами — т. е. получение быстрой прибыли. Однако, хотя ситуация начала ухудшаться, Хусейн решил не менять своей позиции.

Далее Буш послал более сильный сигнал, удвоив численность американских войск в этом регионе до 400 тыс. человек — т. е. предпринял действия, указывающие, что Соединенные Штаты не только готовы защищать Саудовскую Аравию, но и создают себе возможность вернуть Кувейт силой. Рынок очевидно изменился. Хусейн проигнорировал сигнал рынка и стоял насмерть.

Тогда президент Буш установил 15 января крайним сроком для ухода Ирака из Кувейта в соответствии с резолюцией ООН — рынок еще больше пошел против этой сделки. Здесь потенциал прибыли, вероятно, уже исчез, но Хусейн все еще мог завершить сделку вничью, согласившись на уход из Кувейта. И снова он решил держать позицию.

После того, как 15 января истек крайний срок ультиматума и Соединенные Штаты и их союзники в Персидской войне начали вести массированные бомбардиров-

ки Ирака, первоначальная сделка уже несомненно стала приносить убытки. Более того, каждый день рынок опускался все ниже и ниже, и каждый день промедления приводил к все большим разрушениям в Ираке. Но как мог Хусейн сдаться теперь, когда было потеряно столь многое? Во многом так же, как запутавшийся трейдер, влипший в постоянно ухудшающуюся позицию, он связывал свои надежды с длительной перспективой: если он только сможет продержаться достаточно долго, возможно, страх перед потерями в живой силе заставит Соединенные Штаты отступить.

Тренд продолжал идти против сделки, когда Соединенные Штаты предъявили еще один ультиматум, на этот раз означавший начало сухопутной войны против Ирака. В этот момент Хусейн был готов согласиться с условиями, содержавшимися в советском мирном предложении, т. е. пойти на соглашение, которое, вероятно, было бы совершенно приемлемым ранее, но теперь уже стало недостаточным. Поведение Хусейна во многом напоминало поведение трейдера, держащего длинную позицию на постоянно снижающемся рынке и говорящего: «Я закрою позицию, когда достигну безубыточности». И затем, когда ситуация становится все более отчаянной: «Я закрою позицию на следующем относительном максимуме». Но при этом с течением времени относительный максимум опускается все ниже и ниже.

В конце концов, после того как сухопутная война уже развернулась и его армия большей частью оказалась разогнанной, Хусейн капитулировал. Он был совсем как трейдер, который держал убыточную позицию до тех пор, пока его счет не оказался практически уничтоженным, и потом в полном отчаянии, наконец, кричит своему брокеру: «Выведи меня с рынка! Все равно, по какой цене, просто выведи меня с рынка!»

Мораль: если вы не можете согласиться на маленький убыток, рано или поздно вам придется согласиться на убыток катастрофических размеров.

ЧАСТЬ 2

Самый большой рынок в мире

БИЛЛЛИПШУЦ

СУЛТАН ВАЛЮТ

Ответьте-ка быстро, что является самым большим в мире финансовым рынком? Акции? Нет, даже если вы соберете вместе все рынки акций мира. Ну, конечно же это должны быть облигации. Только задумайтесь о гигантском государственном долге, который накопился по всему миру. Неплохая догадка, но опять неправильная, даже если вы сложите вместе все мировые рынки бумаг с фиксированным доходом. Правильный ответ — валюты. В объеме всей финансовой торговли акции и облигации по сравнению с валютами выглядят семечками.

В среднем на мировых валютных рынках *каждый день* торгуется 1 триллион долларов. Подавляющее большинство этой торговли валютами происходит не на организованных биржах, а в виде сделок на межбанковском валютном рынке. Межбанковский валютный рынок представляет собой круглосуточный валютный рынок, который фактически следует вокруг земного шара за солнцем, передвигаясь из банковских центров Соединенных Штатов в Австралию, на Дальний восток, в Европу и, наконец, снова в Соединенные Штаты. Этот рынок существу-

Примечание: чтобы разобраться в некоторых разделах этого интервью, вам может потребоваться базовое понимание терминологии, связанной с опционами. Читателям, абсолютно не знакомым с опционами, следует прочитать учебный материал, предлагаемый в Приложении.

ет для удовлетворения потребностей компаний, которым необходимо страховать валютный риск в мире быстро меняющихся курсов валют. Но в межбанковском валютном рынке участвуют также и спекулянты, стремящиеся заработать на своих ожиданиях относительно колебаний обменных курсов.

На этом гигантском рынке существует лишь горстка игроков по крупным ставкам. Парадоксально, но хотя эти трейдеры иногда открывают позиции, измеряемые в миллиардах долларов (да, в миллиардах), они практически неизвестны большей части финансового сообщества, не говоря уже о простой публике. Одним из таких трейдеров является Билл Липшуц (Bill Lipschutz).

Интервью, которые я взял у Липшуца, были проведены в виде двух длительных сессий у него в квартире. У Липшуца повсюду установлены мониторы, отражающие положение на рынках. Конечно же, в гостиной стоит огромный телемонитор, на который поступают свежие валютные котировки. Есть котировочные мониторы и у него в кабинете, на кухне и рядом с кроватью так, чтобы, ворочаясь во сне, он мог тоже проверять котировки — что, собственно, он и делает постоянно (поскольку часть наиболее активных периодов на рынке приходится на ночные часы в США). Даже в туалете есть монитор, расположенный очень удобно — на уровне лица. Судя по всему, человек этот относится к своей торговле очень серьезно.

Сначала я связался с Биллом Липшуцом через его агента по связям с общественностью Тома Уэйлека. Да, когда у трейдера есть агент по связям с общественностью, это звучит довольно странно. Собственно говоря, это особенно справедливо в отношении Липшуца, который, несмотря на гигантские сделки, сумел, и вполне преднамеренно, сохранять практически полную публичную анонимность на протяжении всей своей карьеры. Однако, проработав восемь лет в качестве крупнейшего и наиболее успешного трейдера валютами в Salomon Brothers, Липшуц как раз в это время ушел из этой фир-

мы, чтобы открыть свою собственную компанию по управлению капиталом на рынках валют (первоначально в качестве дочерней компании Merrill Lynch; позднее компания его выросла в совершенно независимое предприятие Rowayton Capital Management). Именно для этого его проекта и потребовалась поддержка в сфере связей с общественностью. Короче говоря, переговорив с Липшуцом о моем предложении по поводу интервью, Уэйлек позвонил мне и сказал, что сначала Билл хочет провести неофициальную встречу, чтобы он мог посмотреть, «стоит ли этим заниматься».

Мы встретились в одном баре в Сохо, и после нескольких кружек французского пива (кроме шуток, французы и правда выпускают несколько превосходных марок пива) Липшуц сказал: «Я думаю, что история о том, как менее чем за десятилетие Salomon Brothers выросла с нуля до одного из крупнейших в мире игроков на рынке валют, интересна». Помимо чувства облегчения, ибо эта ремарка явственно отражала его согласие на интервью, его заявление, безусловно, разожгло мой аппетит.

Придя на нашу первую встречу в его квартире, я, включив свои магнитофоны, сказал: «О'кей, расскажите мне о том, как Salomon столь эффектно выросла в крупнейшую торговую фирму на международном валютном рынке». Я откинулся в кресле, предвкушая длительный ответ, полный замечательных эпизодов и идей.

Липшуц ответил: «Рынок валютных опционов, отдел валютных опционов Salomon и я начали работать в одно и тоже время и росли и процветали параллельно».

«И...», — сказал я, приглашая его продолжать. Он другими словами повторил тот же ответ, который дал мне ранее.

«Да, — сказал я, — это очень интересное совпадение, но не могли бы вы дать некоторые подробности? Как насчет каких-нибудь конкретных историй?» Он снова ответил общими словами. Мои надежды на интервью начали быстро улетучиваться.

Мне уже приходилось брать интервью, которые не сдвигались с места по истечении первого часа, но, в конце концов, приносили результаты. Однако это интервью не было похоже на другие. Хотя я чувствовал, что получил очень мало полезного материала во время первых одного или двух часов нашей беседы, я ощущал присутствие чего-то еще. Это был не пересохший колодец, мне просто нужно было копать глубже.

После первых нескольких часов мы стали лучше понимать друг друга, и Липшуц начал рассказывать конкретные истории, относящиеся к его торговому опыту. Эти истории составляют ядро следующего далее интервью.

Как я уже упоминал ранее, большой телеэкран в гостиной Липшуца обычно настроен на показ валютных котировок, а у основания его бежит новостная лента Рейтер. Хотя Липшуц, казалось бы, полностью отдавался нашей беседе, было ясно, что какой-то уголок его сознания следит за экраном. Был момент, когда австралийский доллар переживал сильное падение после какого-то ужасно плохого выступления, сделанного министром финансов Австралии. Хотя рынок фактически находился в состоянии свободного падения, Липшуц посчитал, что падение было чрезмерным, и прервал наше интервью, чтобы разместить несколько ордеров. «Ничего крупного, — сказал он, — я просто пытаюсь купить двадцатку (т. е. 20 млн австралийских долларов)». Сразу же после этого австралийский доллар отскочил вверх и продолжил это повышающееся движение на протяжении оставшейся части вечера. Липшуц, однако, так и не открыл свою позицию, потому что разместил свой ордер чуть-чуть ниже того уровня, на котором торговался рынок, и до его уровня рынок так и не опустился. «Упустить возможность — это так же плохо, как оказаться на неправильной стороне сделки», — сказал он.

Во время нашего второго интервью Липшуц хотел продать коротко немецкую марку и для того, чтобы продать, ждал небольшого отскока цены вверх. Заметив, что

марка вместо этого стала двигаться еще ниже, он сказал: «Похоже, эту сделку я пропущу».

«Это выглядит точно так же, как на прошлой неделе, когда вы, воспользовавшись лимитным ордером, пропустили длинную позицию по австралийскому доллару, — сказал я. — Если вы так уверены, — спросил я, — почему бы вам просто не продать немецкую марку по текущей цене рынка?»

«Что? И заплатить спрэд между бидом и аском (бид — это котировка на покупку, аск, или оффер — котировка на продажу)?» — воскликнул Билл. Я не был уверен, говорит он серьезно или шутит—а может быть, и то, и другое (кстати, немецкая марка так и продолжала скользить вниз).

Наши интервью проводились после закрытия рынков в США, но поскольку валютные рынки не закрываются никогда, Липшуц, похоже, никогда не прекращает торговать. Однако, несмотря на признанную им одержимость рынками и торговлей, Липшуц выглядит очень спокойным и расслабленным. Я бы даже не знал, что он следит за рынками, если бы он время от времени не делал замечания по поводу движения цен и не размещал ордера по телефону.

— Что стало с архитектурой?

— Что стало с *архитектурой?*

— Понимаете, я слышал, что вы дипломированный архитектор. Как же так получилось, что вы, в конце концов, стали трейдером?

— Когда я учился на архитектурном факультете Корнельского университета, умерла моя бабка, оставив мне портфель, состоявший из сотен различных акций общей стоимостью 12 тыс. долларов, который я ликвидировал с большим трудом, потому что все эти позиции были неполными лотами. Эта выручка дала мне некоторый рисковый капитал. Я стал тратить все больше и больше времени, играя на фондовом рынке. Не то чтобы я стал

меньше интересоваться архитектурой, просто я стал больше интересоваться торговлей.

Кроме того, архитектура во многих отношениях является скорее профессией старого мира. Существует длительный период ученичества — в нашей стране три года, — прежде чем вы можете сдавать экзамен на лицензию. Затем нужно еще много-много лет работать чертежником. Проходит немало времени, прежде чем вы можете сами управлять процессом своих разработок.

— Но вы, в конце концов, получили диплом?

—Да, конечно. Собственно, у меня два диплома. Прохождение учебной программы по архитектуре в полном объеме заняло пять лет, но для студентов-архитекторов было вполне обычным делом записываться также и на другие курсы, тем самым оттягивая получение своей степени. Я, в конечном счете, изучил множество экономических наук и получил также MBA.

— А что стало после того, как вы окончили Корнелл? Получили ли вы работу, связанную с архитектурой?

— Нет. Из-за длительного процесса ученичества, о чем я только что рассказал, я так никогда и не работал архитектором. Я сразу же пошел работать в Salomon.

— А как вы получили эту работу?

— Для студентов, учащихся по программе MBA, яв ляется обычным делом подрабатывать летом на каком-нибудь предприятии, занимаясь делами, связанными с бизнесом. Летом 1981 года я получил работу в Salomon. К тому времени я уже очень активно торговал фондовы ми опционами на свой собственный счет.

— Это был тот счет, который вы открыли, исполь зуя 12 тыс. долларов, оставленные вам вашей бабкой?

— Да, и к этому времени я увеличил его в несколь ко раз.

— Что вы знали о фондовых опционах, когда начи нали торговать?

— Я о них ничего не знал.

— Тогда на чем же основывались ваши торговые ре шения?

— Я старался читать все, что мог найти по этому предмету. Я проводил много времени в библиотеке, чи тая годовые отчеты компаний. Я стал активным читате лем разных финансовых периодических изданий типа *The Economist, Barren's* и *Value Line. Я* также стал следить за бегущей строкой с курсами акций по кабельному те левидению. Поскольку город Итака, штат Нью-Йорк, окружен горами, прием телепрограмм там исключи тельно плохой. В результате он стал одним из первых мест в стране, куда еще в начале 1970-х годов проникло кабельное телевидение. А один из каналов показывал бе гущую строку котировок фондовой биржи с задержкой на 15 минут. Я провел множество часов, глядя на эту бе гущую строку, и с течением времени, похоже, выработал у себя ощущение поведения цен.

— Именно тогда вы решили стать трейдером?

— Я не помню, что принимал какое-то сознательное решение типа «я хочу быть трейдером; я не хочу быть архитектором». Это был процесс постепенный. Торгов ля буквально вошла в мою жизнь.

— Была ли летняя работа в Salomon связана с тор говлей?

— Мы с женой познакомились, когда я учился в Корнельском университете. Она женщина очень активная, и у нее очень серьезное экономическое образование. Предыдущим летом она умудрилась получить работу в отделе исследования облигаций у доктора Генри Кауф мана. Я познакомился с ее непосредственным начальни ком, который, как оказалось, тоже было выпускником

Корнельского университета. Он устроил мне интервью с Генри Кауфманом по поводу той же самой должности, которую раньше занимала у него моя жена (к этому времени она уже окончила университет и имела постоянную работу). По иронии судьбы примерно в то же время Salomon Brothers послала в Корнелл своего представителя, чтобы набирать персонал. Меня пригласили приехать в Нью-Йорк на собеседование по поводу участия в их стажерской программе продаж и торговли. Беседовал со мной Сидни Голд, руководитель отдела опционов Salomon. Сидни — очень подвижный человек, который говорит очень, очень быстро.

Он провел меня в кабинет, у которого была стеклянная стена, выходившая на большой торговый зал, и оттуда было видно, как по стене бежит электронная строка с котировками. Я сидел спиной к этой ленте, и все то время, пока он со мной разговаривал, он также поглядывал на ленту. Он начал выпаливать вопросы, одним за другим. И вот сижу я, студент колледжа, впервые надевший костюм и галстук для своего первого в жизни официального собеседования, и не имею ни малейшего представления, как себя вести. Я отвечал на все его вопросы медленно и вдумчиво.

Минут через десять этой игры в вопросы и ответы он вдруг остановился, посмотрел мне прямо в глаза и сказал: «Ну ладно, забудем все это дерьмо. Ты, значит, хочешь быть трейдером. Все, кому не лень, приходят сюда и говорят мне, что хотят быть трейдерами. Ты сказал, что уже торгуешь на свой собственный счет. Какими акциями ты торгуешь?» «Последнее время я всерьез занимаюсь Exxon», — ответил я. Он рявкнул в ответ: «Не знаю я такой акции! Еще что-нибудь?» Я ему отвечаю: «Я также много торговал 3M». «Я такую тоже не знаю, — отвечает он. — Дай мне что-нибудь другое». Я отвечаю: «U.S. Steel». «U.S. Steel... Я знаю Steel. Где она сейчас торгуется?» «Вчера вечером закрылась на 30 1/2». «Она только что открылась на 5/8, — говорит он. — А откуда она

пробилась?» «С двадцати восьми», — отвечаю я. Он сразу же мне говорит: «А откуда она пробилась до этого?» «Ну, это же было больше трех лет назад, — воскликнул я, несколько удивленный вопросом. — Я думаю, что она пробилась откуда-то с уровня 18».

Тут он перестал тараторить, перестал смотреть на ленту и говорит: «Я тебя беру». На этом наше собеседование и закончилось.

Через несколько недель мне позвонил человек, который занимался в Salomon наймом персонала. Он сказал: «У нас тут есть проблема. Вас хочет нанять Сидни Голд, но и Кауфман хочет, чтобы вы у него потрудились. Поэтому мы выработали некое соглашение так, чтобы вы уделили время и нам, и им». В конце концов, получилось так, что первую половину лета я занимался исследовательской работой у доктора Кауфмана, а во второй половине работал в отделе торговли опционами.

В конце лета Сидни предложил мне работу. Поскольку у меня оставался еще один семестр учебы, и мне надо было закончить дипломную работу для завершения архитектурного образования, я договорился, что буду работать на Сидни во время осеннего семестра с тем, чтобы весной снова вернуться в университет.

— Помогла ли вам эта работа разобраться в сути торговли опционами?

— Работа эта, конечно, была полезной в смысле общего торгового опыта, но вы должны понимать, что в то время в Salomon торговали опционами без использования каких-либо численных методов. Собственно говоря, теперь, когда я вспоминаю о тех временах, это кажется почти удивительным, но я не думаю, чтобы кто-нибудь там знал, что представляет из себя модель Блэка-Шоулза (стандартная модель ценообразования опционов). Сидни, бывало, приходил в понедельник утром и говорил: «В этот уик-энд пошел я купить себе

новую машину и увидел, что демонстрационный зал «Шевроле» битком набит. Давайте купим коллы GM». И все в таком роде.

Помню, как-то раз один трейдер отвел меня в сторонку и говорит: «Слушай, не знаю, чему тебя там учит Сидни, но давай-ка я расскажу тебе все, что нужно знать об опционах. Если акции тебе нравятся, ты покупаешь коллы. Если не нравятся, покупаешь путы».

— Иными словами, они, по сути дела, торговали опционами как прямыми позициями с левериджем.

— Совершенно верно. Но этот торговый подход очень хорошо увязывался с моим собственным опытом, основанным на чтении бегущей строки.

— Вы вернулись в отдел опционов на акции после того, как окончили Корнельский университет?

— Я поработал там в начале лета, но затем перешел в подготовительную программу Salomon, что в принципе делает каждый новый сотрудник. Самое замечательное в подготовительном курсе Salomon то, что вас знакомят со всеми ключевыми людьми в фирме. Все «шишки» Salomon приходили к нам и рассказывали о себе, по существу предлагая познакомиться. Нас посвящали в Salomon Brothers, и нам передавали их культуру. Поскольку вся моя карьера прошла в Salomon, я глубоко уверен, что эта передача культуры была очень важным делом.

В конце 1980-х годов значительная часть этой культуры была утеряна. Программы эти стали слишком большими. Когда я начинал работать в Salomon, каждый год существовала одна программа на 120 человек; в конце 1980-х годов было уже две программы, в каждой из которых участвовали по 250 человек. И участники этих программ тоже, казалось, были все на одно лицо. В то время как в начале 1980-х годов, похоже, более охотно принимали в качестве кандидатов не совсем стандартных людей.

— Что вы вынесли из подготовительного курса Salomon помимо приобщения к их культуре?

— Именно это я и вынес.

— Это звучит не очень-то емко. А разве больше ни чего не было?

— Ну что вы, культура эта занимала огромный объ ем. Сразу видно, что вы никогда не работали в Salomon. Вся эта компания построена на культуре Salomon Brothers.

— Хорошо, расскажите мне о культуре Salomon Brothers.

— Salomon Brothers была фирмой, которая почти исключительно занималась торговлей по собственным системам и в течение многих лет управлялась горсткой очень сильных харизматических личностей. Это были настоящие уличные бойцы, которые ставили свои собс твенные деньги и которые по-настоящему понимали, что такое идти на риск. У них были сила характера, му жество, понимание, а также честность и достоинство без тени сомнения.* Salomon была организацией. Текучести ключевого персонала в фирме практически не было. У председателя Джона Гутфрюнда был стол в общем тор говом зале, за которым он сидел каждый день. За девять лет, которые я провел в Salomon, я никогда не сидел от него дальше, чем за 7 метров.

* Это интервью состоялось за несколько месяцев до того, как разразился скандал с покупкой государственных облигаций, потрясший Salomon. После этого события я спросил Липшуца, хочет ли он по-прежнему сохранить слова *честность и достоинство* в описании Salomon, ибо в свете последних разоблачений слова эти стали звучать несколько иронично. Липшуц, однако, настоял на сохранении своего первоначального описания, ибо он считал, что оно отражает его истинные чувства. На вопрос, как он может соединять этот образ достоинства и честности с очевидными этическими нарушениями в процессе ценообразования на некоторых аукционах государственных облигаций, он ответил: «Я думаю, что это было в большей степени вопросом личного характера со стороны отдельного человека, противоречившего качествам, которые олицетворяли Гутфрюнд и вся фирма».

Помню свой первый разговор с Джоном Гутфрюндом. Я проработал в фирме в качестве полноправного ее служащего менее года. Вам нужно представить себе эту сцену. Надвигался вечер третьего июля. Торговый зал Salomon представляет собой огромное двухэтажное помещение — одно время это был крупнейший торговый зал в мире. Лучи угасающего солнца проникали сквозь огромные стеклянные окна. Поскольку приближался праздник, в помещении никого не было, за исключением Джона Гутфрюнда и меня.

Я услышал, как он позвал: «Билл, Билл!» Я и понятия не имел, что он может знать мое имя, но так уж было поставлено дело в Salomon. Я был полностью погружен в то, чем занимался, и вдруг понял, что это он меня зовет. Я подошел к его столу и сказал: «Да, сэр?» Он посмотрел на меня и спросил: «Где закрылся франк?»

Быстро перебрав в уме все возможные причины, по которым он мог задать мне такой вопрос и именно таким образом, я посмотрел на него и спросил: «Который — швейцарский франк или французский?»

Джон Гутфрюнд — человек, излучающий силу. Он очень харизматическая личность. И вы почти можете ощущать вокруг него некую ауру. Не колеблясь, он посмотрел мне прямо в глаза и сказал: «Оба». Я дал ему обе котировки голосом на октаву выше, чем обычно.

Прошло чуть больше года, и другим летним днем повторилась практически та же самая сцена. Свет заходящего солнца струился в торговую комнату, и Джон Гутфрюнд и я остались практически одни. И вновь я услышал позади себя голос: «Билл, Билл!» Я был поражен таким повторением ситуации. Я подошел и сказал: «Да, сэр?» «Где закрылся франк?» — спросил он. «Который?— спросил я. — Швейцарский или французский?» Не колеблясь ни секунды и не показывая и тени улыбки, он смотрит мне прямо в глаза и говорит: «Бельгийский».

Таким вот человеком был председатель Salomon Brothers, которая в те годы была, вероятно, наиболее мо-

гущественной фирмой на Уолл-стрит. А я там был еще никто, всего лишь подготовишка. Прошел год со времени той нашей первой встречи, а он помнил о ней, и ему было интересно подшутить надо мной таким образом. По мере того, как шли годы, и я благодаря новым встречам смог узнать его лучше, я понял, что он в полной мере понимал, какое влияние окажет на меня тот разговор. Сейчас мы говорим о нем почти десять лет спустя, а я все еще помню каждое слово этого разговора. Такое вот влияние он оказывал на людей. Он очень часто разговаривал с людьми, проходившими подготовку, и оказывал им поддержку.

— А сам Гутфрюнд был трейдером?

— Джон прошел весь путь, начиная с рядового трей дера. Когда он был председателем, то проводил свой день в торговом зале, чтобы видеть, что происходит. Мы всегда говорили, что Джон может учуять смерть за ты сячу шагов. Ему достаточно было взглянуть вам в глаза, чтобы узнать, насколько удачной была ваша позиция. Он мог понять состояние вашего портфеля по тому, на сколько взволнованным было ваше лицо.

Salomon Brothers обладала уникальной культурой. Люди часто говорили о любви Salomon к риску. Это не означало, что компания сама искала риск, но это определенно была фирма, которая чувствовала себя спокойно, подвергаясь риску или теряя деньги, при условии, что сама идея сделки была разумной.

— Как получилось, что после завершения подготов ки вы занялись валютами, а не вернулись к акциям?

— Собственно говоря, я хотел вернуться к акциям. Но один из руководителей отдела отвел меня в сторон ку и сказал: «Ты слишком масштабно мыслишь. Тебе не нужно возвращаться к акциям». Он уговорил меня перейти в новое подразделение, которое как раз форми ровалось, — отдел иностранных валют. Я был в числе стажеров, обладавших наиболее высокой репутацией, и

в конце стажировки меня приглашали к себе несколько отделов, включая отдел валют, который как раз создавался.

— Как получилось, что вы выбрали валютный отдел?

— Я хотел торговать, и я хорошо уживался с людьми. Однако на самом деле у меня был гораздо меньший вы бор, чем мне могли позволить в то время воображать.

— Что вы имеете в виду?

— Вас приглашают, плюс сами вы ведете какие-то переговоры, затем делаете выбор, но в конце те силы, которые двигают шахматные фигуры, решают, куда они хотят вас поставить.

— Вы в то время знали что-нибудь о валютах?

— Я даже не знал, что такое немецкая марка. Но, опять же, никто в этом отделе ничего о валютах по-на стоящему не знал.

— Никто?

— Ну, не совсем. Был там один младший сотрудник, который раньше работал в банке.

— А был кто-нибудь еще в фирме, разбиравшийся в валютах?

— Нет.

— Почему же никто не подумал о том, чтобы для создания этого отдела пригласить со стороны кого-ни будь, имеющего опыт?

— Так в Salomon дела не делались. В Salomon все со здавалось своими силами. Вы задаете вопросы так, как если бы там был какой-то расписанный бизнес-план. На самом деле в один прекрасный день собрались вместе несколько руководителей, и один из них сказал: «Ребя та, а не создать ли нам отдел валютного рынка?» «О'кей,

а кто будет начальником?» «Как насчет Джила?» «О'кей. Слушай, Джил, не хочешь возглавить этот отдел?» «Конечно, о чем разговор».

До этого Джил занимался арбитражем облигаций. Никакого опыта работы с валютами у него не было. Он задумал собрать вместе несколько умных людей, разобраться, как работают международные валютные рынки, и дать ребятам возможность немного поторговать, чтобы посмотреть, смогут ли они сделать какие-то деньги.

— Но раз никто в отделе не имел настоящего опы та торговли на форексе, откуда вы могли приобрести опыт, чтобы знать, что делать?

— Один из ребят в этом отделе был очень общитель ным. Он заставлял нас по три-четыре раза в неделю обе дать с международными банкирами. В то время я был особенно застенчив. Собственно говоря, помню, как однажды один из трейдеров отдела попросил меня поз вонить в Morgan Guaranty и разместить ордер по немец кой марке. Но я возразил: «Я же никого там не знаю». Он сказал: «Что значит, никого там не знаю? Просто возьми Hambros (книга, включающая списки всех международ ных дилеров иностранных валют), полистай ее, найди у Morgan дилера по немецкой марке и позвони ему». Я, должно быть, минут десять сидел там, страдая, пытаясь сообразить, как это я могу позвонить кому-то, с кем не знаком.

— Расскажите мне о вашем раннем опыте торговли валютами.

— Примерно в то же время, когда в Salomon созда вался отдел иностранных валют, Филадельфийская фондовая биржа ввела торговлю опционами на курсы валют. Я был единственным человеком в отделе, кото рый вообще знал, что такое пут или колл. Кроме того, этот продукт торговался на фондовой бирже, использо вавшей систему специалистов. А я был единственным

человеком в отделе, имевшим опыт работы с акциями. Все остальные сотрудники пришли из отдела, занимавшегося бумагами с фиксированным доходом, расположенного на 42-м этаже. А «страна акций» находилась на 41-м этаже, и я пришел как раз оттуда. Не думаю, чтобы кто-нибудь еще из нашего отдела вообще когда-либо был на 41-м этаже. Я также знал специалистов и маркет-мейкеров из торгового зала Филадельфийской фондовой биржи. Никто другой в нашем отделе даже не знал, что такое специалист (в системе специалистов ордеры на покупку и продажу ценной бумаги соотносит один специально выделенный человек, в отличие от системы открытых торгов, при которой ордеры исполняются брокерами, выкрикивающими цены покупки и продажи в торговой яме). Ситуация эта идеально для меня подходила. Джил сказал: «Ты — единственный человек в отделе, который хоть что-то об этом знает. Вот и займись этим».

Главное, что я пытаюсь этим сказать, это то, что отдел иностранных валют Salomon, Билл Липшуц в роли трейдера иностранными валютами и валютные опционы появились в одно и то же время, и мы вместе росли. Это был уникальный синергический опыт.

— Как вам удалось добиться успеха в роли валютного трейдера, если вы не имели никакого опыта?

— На рынке иностранных валют все построено на взаимоотношениях. Ваша способность найти хорошую ликвидность, ваша способность подключиться к потоку информации — все это зависит от связей. Если вы позвоните в банк и скажете: «Мне нужна цена на 10 долларов (т. е. 10 млн) к марке», — они ничего не обязаны для вас делать. Они могут сказать вам: «Дилер по марке вышел в туалет, перезвоните». Если же я звоню в пять вечера и говорю: «Здорово Джо, это Билл, мне нужна цена по марке», — то ответ будет совершенно иным. «Я тут как раз собирался уходить, но для тебя все сделаю».

— Будучи человеком совершенно новым в этом бизнесе, как вы смогли выстроить такие взаимоотношения?

— Во-первых, мне очень помогло то, что у меня был опыт работы с опционами, в то время как на рынке они были делом новым. «Он знает опционы», — говорили бывало. Черт, я ведь *особо много* о них и не знал, но важно было то, что никто больше в сфере иностранных валют тоже о них ничего не знал. Рассуждали так: «Он знает формулы Блэка-Шоулза; он, должно быть, гений». Многие из ведущих игроков на рынке валют стремились познакомиться со мной только потому, что их клиенты хотели заниматься опционами, и им нужно было быстро вникнуть в этот предмет.

Кроме того, я работал в Salomon, которая в то время была окутана ореолом тайны: «Мы не знаем, что именно они делают, но денег они зарабатывают много».

Другим фактором в мою пользу было то, что, хотя я работал в инвестиционном банке, я не пытался вести себя как напыщенный инвестиционный банкир. Как правило, ребята, которые в то время работали в инвестиционных банках с иностранными валютами, были выходцами из отделов, занимавшихся бумагами с фиксированным доходом. Они были пижонами в глазах ребят, занимавшихся FX (рынок обменных курсов иностранных валют). Они носили подтяжки и галстуки от Hermes; они были теми, кто заказывает белое вино и салат из рукколы. Они были не те, кто выскакивает перекусить в закусочную самообслуживания, чтобы съесть там макароны с острым томатным соусом, а именно так в основном и вели себя трейдеры по иностранным валютам. Я же был совсем другим — потому что прошлое мое было другим.

Я был первым человеком в Salomon Brothers, установившим у себя дома Telerate. Они не могли в это поверить: «Зачем тебе нужен дома монитор? Ты что, с ума сошел? Ты, что, вообще его никогда не выключаешь?» Я, бывало, смотрел на них и говорил: «Рынок иностранных валют работает круглые сутки. Он не укладывается

спать, когда вы уходите с работы в пять часов вечера. Рынок живет всю ночь, и он движется».

— Важно ли иметь контакты для того, чтобы полу чать новости?

— Безусловно! Успеха из нас добились в основном те, которые были приняты межбанковским сообществом. Трейдеры, оставшиеся в стороне, как правило, не смогли сделать денег, торгуя иностранными валютами. Эти трей деры в конечном счете звонили какому-нибудь клерку торгового зала «Мерк» (Chicago Mercantile Exchange — Чикагская товарная биржа, на которой торгуются фью черсы валют, рынок активный, но гораздо меньший по размеру, чем межбанковский рынок) и спрашивали: «Как там дела у «суисси» (Swissy, швейцарский франк)?» А что, собственно, может знать клерк о том, что на самом деле приводит в движение международный валютный рынок? Я-то, к примеру, день и ночь разговариваю с разными бан кирами — в Токио, Лондоне, Франкфурте и Нью-Йорке.

— И вы торгуете на основе этого информационного потока?

— В этом вся суть торговли иностранными валютами.

— Не могли бы вы привести недавний пример того, как этот информационный поток помогает в торговле?

— В то время, когда рухнула Берлинская стена, на строение общего рынка было в пользу того, что все сразу же захотят вложить деньги в Восточную Германию. Об щее суждение сводилось к тому, что крупные вливания капитала в Восточную Европу сыграют непосредственно на руку немецкой марке. Но через некоторое время при шло осознание, что для того, чтобы Восточная Германия могла влиться в объединенную Германию, потребуется несколько больше времени.

В чем выразилось это изменение позиции? Коль дела- ет заявление, Бейкер выступает с комментарием, статис-

тика показывает очень высокий уровень безработицы в Восточной Германии. Восточные немцы, всю свою жизнь прожившие в социалистической системе, начинают говорить: «Мы не хотим работать так много, как эти западные немцы. И, кстати говоря, почему это государство больше не оплачивает наши счета за лечение?» Инвестиционное сообщество начинает понимать, что перестройка в Восточной Европе—дело весьма длительное. И в итоге люди начинают выводить свой капитал из немецкой марки.

— Но вы же могли вывести все эти аргументы тогда, когда обрушилась стена.

— Не думаю, что многие люди в то время рассматри вали события в таком свете. А даже если и так, это было неважно. Важно было оценить, на чем фокусируется ры нок в данный момент.

— И вы получаете всю эту информацию, беседуя со множеством участников рынка иностранных валют?

— Да. Не все будут интерпретировать события так же и в то же самое время, как вы, и это очень важно по нимать. Вы должны быть в потоке новостей и знать, на что смотрит рынок. Например, один день рынок инос транных валют может концентрироваться на разнице в процентных ставках; другой день рынок может обра щать внимание на потенциал прироста капитала, а это вещь совершенно противоположная (внимание на раз нице процентных ставок означает, что инвесторы будут переводить свои деньги в промышленно развитые стра ны, где процентные ставки выше, а интерес к приросту капитала означает, что инвесторы будут помещать свои деньги в тех странах, где имеются наиболее сильные эко номические и политические перспективы, а это обычно те страны, где процентные ставки ниже).

—А были какие-нибудь выдающиеся сделки, которые вы провели в начале своей карьеры валютного трейдера?

— В 1983 году, в самом начале торговли валютными опционами на Филадельфийской фондовой бирже, один из специалистов дал котировку по некоему конкретному опциону по цене, явно заниженной на 100 пунктов. Я купил 50 штук. Поскольку этот опцион был «глубоко в деньгах», я сразу же продал его на базовом рынке и зафиксировал прибыль без всякого риска (опцион «глубоко в деньгах» — это то же самое, что обычная позиция, но он имеет дополнительные преимущества, ибо если рынок совершает очень большое движение, максимальный риск теоретически ограничен).

Я спросил своего брокера, предлагает ли этот специалист по-прежнему продавать опционы по той же цене. «Да, — ответил он, — предложение все еще висит». «Купи еще пятьдесят», — сказал я.

В то время я был единственным на Филадельфийской бирже трейдером валютных опционов, который регулярно торговал по 50 контрактов. Весь дневной объем торгов на этом рынке составлял всего-навсего порядка двух-трех сотен контрактов. И я провернул еще 50, потом еще 50, а потом еще 50. Потом в игру вступила Goldman Sachs и тоже купила 50 контрактов. И вот оказывается вдруг, что специалист этот продал уже 300 или 400 этих опционов. Он, очевидно, думал, что имеет надежную арбитражную прибыль, но на самом деле совершил арифметическую ошибку. Я точно знал, что происходит. Наконец, я сказал своему брокеру: «Спроси его, не хочет ли он продать тысячу». «Секундочку, — ответил он. Брокер вернулся через полминуты и сказал, что он согласен на тысячу по такой-то цене.

Специалист несколько передвинул свою цену, но попрежнему давал котировку почти на сто пунктов ниже. Наконец, я сказал своему брокеру: «Скажи ему, пусть позвонит мне по моей внешней линии».

Специалист звонит мне и говорит: «Ты что делаешь?» Я отвечаю: «А *ты* что делаешь?» Он спрашивает: «Ты что, правда хочешь провернуть тысячу?» Я отвечаю:

«Слушай, у тебя в цене ошибка на целый пункт». «О чем ты говоришь?» — восклицает он. Я начинаю растолковывать ему цифры. Прежде чем я закончил, он говорит: «Мне надо отойти». И телефон замолкает.

Я положил трубку и в течение нескольких минут обдумывал эту ситуацию. Я понимал, что если заставить его исполнить эту сделку, он разорится — а такое событие плохо отразится на бирже и будет ужасным для продукта (валютных опционов), которым мы только начинали торговать всерьез. Я позвонил своему брокеру и сказал: «Отмени все сделки, кроме первых 50 контрактов».

Примерно в то же время зазвонил мой внешний телефон. На трубке был специалист: «Не могу в это поверить! — воскликнул он, сокрушенный огромной величиной своей ошибки. — Теперь я вылечу из бизнеса». Я сказал: «Не беспокойся об этом, я отменяю все сделки, кроме первых пятидесяти». (Кстати говоря, Goldman отказалась отменить хотя бы одну из своих 150 сделок. Через много лет, когда компания специалиста вышла из бизнеса, а сам специалист стал главным трейдером у крупнейшего в торговом зале маркет-мейкера, он всегда создавал для Goldman особые трудности.)

Отмена мною этих сделок представляла собой долгосрочное деловое решение, о котором я в то время особенно не задумывался, но над которым впоследствии сокрушался в течение многих лет.

— А почему?

— Я имею репутацию одного из наиболее — если не самого — жестких игроков на рынке. Я никогда, никог да, *никогда* никому ничего не спускаю, потому что, как я понял это в Salomon, всяк и каждый пытается сбить нас с ног. Я уверен, что если удача переменится, никто не даст нам пощады. Я всегда считал, что это и есть правила игры. Я никому не уступаю ни копейки, но и помощи ни от кого не жду.

Трейдеры иногда звонят, когда чуть-чуть пропускают истечение внебиржевого опциона, закрывшегося в деньгах. У них находится миллион извинений: «Я пытался дозвониться раньше». «Я забыл». «Я опоздал всего на несколько минут, не могли бы вы сделать для меня исключение?» Я всегда знаю, что если мы позвоним с опозданием, никто не позволит нам исполнить опцион. Однако за все то время, пока я работал, мы ни разу не пропустили срок истечения. И поэтому я говорю: «Послушайте, мы вложили много денег в работу нашего бэк-офиса и хорошо ее продумали. Мы ввели бесчисленные меры, не позволяющие нам допускать таких ошибок».

Когда я разрабатывал правила управления компанией в Merrill, меня спросили, сколько денег следует выделить в бюджете компании на ошибки бэк-офиса. Я ответил: «Ноль». Меня спросили, не веря: «Что вы подразумеваете под *нулем!»* Я сказал: «Ноль. Мы не допускаем ошибок в бэк-офисе». Они сказали: «Ну, что вы такое говорите — конечно, у вас есть ошибки в бэк-офисе». Я ответил: «Нет. Мы не делаем ошибок. Если вы вводите достаточно мер предосторожности, то ошибок не будет».

Таким было мое отношение к этому вопросу, и именно поэтому я не нарушал правила. Люди, знающие меня по-настоящему хорошо, говорят иной раз: «Липшуц, почему ты так упираешься по мелочам?». Я просто отвечаю: «Ребята, это все правила, именно по ним ведется игра». Поэтому позволить этому специалисту соскочить с крючка было для меня необычно.

— Может быть, вы решили пожалеть специалиста, потому что это была такая очевидная ошибка? Или вы подумали, что случай этот может угрожать жизнеспособ ности в то время еще не оперившейся биржи и продукта?

— Это было долгосрочное деловое решение, осно ванное на мнении, что для моего бизнеса будет плохо заставить его исполнить все эти сделки.

— В каком смысле плохо для вашего бизнеса?

— Мой бизнес торговли валютными опционами расширялся, а торговали мы на Филадельфийской фондовой бирже (в то время внебиржевой рынок валютных опционов только зарождался).

— Таким образом, вы сделали это в большей степени для того, чтобы защитить биржу?

— Нет, я сделал это, чтобы защитить себя.

— Защитить ваше место на рынке?

— Совершенно верно.

— Таким образом, если предположить, что биржа к тому времени уже просуществовала 10 лет, объем торгов был огромным, и эта сделка не имела бы никакого значения для выживания самой биржи, вы приняли бы другое решение?

— Правильно. Это не было благотворительностью.

— Значит, тот факт, что это была настолько очевидная ошибка...

— Нет, не это было мотивом, потому что я говорил брокеру: «Попроси его проверить цену. Спроси его, уверен ли он. Спроси его, не хочет ли он продать еще 50».

— Разве на межбанковском рынке не бывает так, что дилеры иногда не намеренно дают котировку по валюте с ошибкой на большую величину — например, настоящая цена 1.9140, а они предлагают 1.9240? Заставляете ли вы дилеров придерживаться своей котировки, даже если это очевидная ошибка?

— Существует неписаное правило, по которому нужно предпринять честную попытку предупреждения. Предположим, выходит какая-то новость, и рынок начинает двигаться как сумасшедший. Вы можете даже не знать, на каком уровне находятся большие фигуры.

Предположим, дилер дает котировку 1.9140, а вы думаете, что цена должна быть 1.9240. В соответствии с этим неписаным правилом нужно сказать: «1.9140. Вы уверены? Пожалуйста, проверьте свою цену». И если дилер отвечает: «Да, да, да, я уверен. Вы хотите заключать сделку или нет?» — тогда цена должна оставаться.

— С вами бывало такое?

•— Да, и должен сказать вам, что каждый раз, когда такое случалось, другая организация обращалась к нам и либо хотела аннулировать сделку, либо разделить убыток пополам.

— И что вы говорили?

— Я отказывался, потому что просил их проверить цену.

В официальном интервью наступает перерыв ради китайской пищи, которую мы заказали на дом. Во время еды мы продолжаем обсуждать рынки. Один из затронутых предметов явно не для публикации, потому что содержит ряд отзывов об одной из бирж. Поскольку я полагал, что высказывания и точки зрения, выраженные во время этой беседы, могут представлять интерес для многих читателей, я в конечном счете убедил Липшуца разрешить использовать эту беседу. В соответствии с этим соглашением я вычеркнул все конкретные указания на биржу, рынок и трейдеров.

— Как вы считаете, на биржевых рынках существу ет тенденция выбивания стопов?

— Как вы знаете, я очень немного торгую на бир жах, имеющих торговые ямы. Подавляющее боль шинство моих сделок проводится либо на межбанков ском рынке, либо на Филадельфийской бирже, которая использует систему специалистов. Однако, отвечая на ваш вопрос, могу рассказать вам историю об одном моем знакомом, который работал в Salomon в конце 1980-х годов.

Он торговал на рынке, двигавшемся в узком диапазоне, и торговая активность была очень невысокой. В течение этого периода было установлено очень много стопов выше этого торгового диапазона. Однажды звонит клерк этого трейдера в торговом зале и говорит: «Слушай, говорят, что завтра (в день, когда ожидалось, что ликвидность будет значительно ниже нормальной из-за того, что на спот-рынок влиял праздник) собираются выбить стопы, расположенные выше рынка». В тот момент стопы располагались относительно близко — примерно на 40-50 тиков выше.

На следующий день этот трейдер запланировал продать в большом объеме по рыночной цене сразу же после выбивания стопов, потому что он полагал, что такой рост рынка будет искусственным, и что рынок будет очень уязвим для последующей распродажи. Утром рынок двигается вбок, и ничего не происходит. Затем примерно в час дня цены начинают двигаться вниз.

— Но вы же сказали, что стопы располагались выше рынка?

— Правильно. Тем не менее, рынок движется вниз на 50 пунктов, 100 пунктов и в течение нескольких ми нут опускается более чем на 200 пунктов. Оказывается, трейдеры в торговом зале выбили стопы, расположен ные ниже рынка, а они находились в 200 пунктах, а не стопы выше рынка, которые были всего лишь в 50 пун ктах. Дело в том, что все были готовы к росту, который выбьет стопы, расположенные выше. Поэтому все поот крывали длинные позиции, и направление наибольшей уязвимости цены изменилось на нисходящее.

Во время короткого перерыва мой друг понимает, что рынок слишком уж ушел вниз, и он кричит своим клеркам: «Покупайте! Покупайте все, что будут продавать, просто покупайте!» Он поставил бид на сотни контрактов на уровне от 100 до 200 пунктов ниже, но смог купить едва ли 50, хотя рынок уходил вниз более чем на 200 пунктов, и на этом уровне прошли сделки тысячи на две лотов.

— И что же случилось с его бидом?

— Вы, очевидно, никогда не торговали в торговом зале биржи. В периоды быстрых движений рынок в торговой яме может торговаться по нескольким различным ценам в одно и тоже время. Никто не обратил внимание на бро керов моего приятеля, которые предлагали более высокую цену. Это был быстрый рынок (когда биржа объявляет ус ловия «быстрого рынка», брокеры торгового зала не могут привлекаться к ответственности за неисполнение ордеров в пределах диапазона цены данного дня). Быстрый рынок дает брокерам торгового зала фактически особое право во ровать сверх их обычной лицензии воровать.

Я не хочу выдвигать каких-либо обвинений, потому что не могу доказать того, что произошло. Просто я думаю, что на некоторых открытых голосовых рынках иногда происходят ситуации такого рода.

Обед наш закончился, и мы возвращаемся в гостиную, чтобы продолжить интервью «для записи».

— Помните ли вы свою первую крупную сделку и что вы при этом думали?

— Это была сделка с выпуском облигаций, в котором допускалось погашение либо стерлингами (это одно из названий британского фунта), либо в долларах США. Выпуск этот был сильно недооценен — проблема за ключалась в том, что он был неправильно оценен одним из его ведущих андеррайтеров — Salomon Brothers. Ког да я впервые узнал эти подробности, я поверить не мог, насколько неправильно была установлена цена. Я фак тически хотел купить весь этот выпуск.

— А в чем суть неправильной оценки?

— В то время процентные ставки в Великобритании были значительно ниже, чем процентные ставки в США. Соответственно, форвардные контракты по стерлин гу торговались с гигантской премией по отношению к

ставке «спот». (Если две страны имеют различные процентные ставки, то форвардные контракты той валюты, для которой существуют более низкие ставки, будут неизбежно торговаться с премией по отношению к спот-рынку. Если бы такой премии не было, то можно было бы занять средства в стране с более низкими ставками, конвертировать их и инвестировать выручку в стране с более высокими ставками, купив форвардную валютную позицию в валюте с более низкими процентными ставками для хеджирования валютного риска. Участие арбитражеров обеспечивает размер форвардных премий для валюты с более низкими процентными ставками как раз на таком уровне, чтобы компенсировать разницу процентных ставок между двумя странами.)

Выпуск этих облигаций был оценен таким образом, что возможность погашения облигаций стерлингами не подразумевала наличия какой-либо премии относительно текущего курса спот-рынка, несмотря на гигантскую премию для этой валюты на форвардном рынке. Следовательно, вы могли купить эти облигации и продать форвард на стерлинг с гигантской премией. Цена форварда в течение срока обращения облигации должна сойтись с курсом спот-рынка. В результате вы, помимо доходности самой облигации, без риска заработали бы премию.

— **Каковы были условия выпуска этой облигации?**

— Облигация погашалась четырьмя траншами: через пять, семь, девять и двенадцать лет.

— **Я не понимаю. Разве можно хеджировать валюту так далеко в будущее?**

— Ну конечно. Даже если вы не можете осуществить хеджирование на форвардном рынке, вы можете со здать позицию через своп процентных ставок. Однако в случае стерлинга/доллара, для которых имеется очень ликвидный срочный форвардный рынок, существовала

уверенность, что ими будут торговать и через 10 лет, по меньшей мере.

— А какой величины был этот выпуск?

— В нем было два транша: первый на 100 млн долла ров и второй на 50 млн.

— Что случилось, когда вы указали, что выпуск этот был очень неправильно оценен?

— Первоначальной реакцией было, что я, должно быть, где-то ошибся. Они в тот день потратили 9 часов, разбирая сделку буквально по крупице до тех пор, пока не убедились, что я прав.

— Вам позволили купить этот выпуск?

— Да, но к тому времени, как я получил одобрение, из первого транша уже было продано облигаций на 50 млн долларов. В течение следующего года или двух я пытал ся приобрести на вторичном рынке остальную часть вы пуска. Я всегда держал открытым предложение цены на покупку этих облигаций. Главным образом, с помощью одного из продавцов, который знал, где был размещен первоначальный выпуск, я в течение следующих двух лет смог приобрести облигаций на 135 млн долларов из общего находящегося в обращении выпуска в 150 млн долларов.

Как только я выкупил этот выпуск, я сразу же продал эквивалент 50% общей суммы на форвардном стерлинговом рынке. Не забывайте, что форвардный фунт имел большую премию. Например, ставка «спот» (и ставка, по которой эти облигации можно было погасить в стерлингах) была 1,3470 доллара, при этом семилетний форвардный стерлинг торговался приблизительно по цене 1,47 доллара, а двенадцатилетний форвардный стерлинг шел приблизительно по 1,60 доллара. (Продажа половины общей суммы на форвардном рынке была равносильна обладанию пут-опционом на британский фунт,

в то время как портфель облигаций был, по существу, равносилен колл-опциону. Таким образом, половину позиции составлял колл, а половину — пут. И главное здесь в том, что позиция пут была открыта по значительно более высокой цене, чем колл. Этот разрыв представлял собой уже зафиксированную прибыль, причем был потенциал для еще большего роста прибыли, если форвардный фунт ушел бы ниже $1,3470.)

В конечном счете получилось так, что процентные ставки в Великобритании значительно выросли и превысили ставки в США. Форварды по британскому фунту стали торговаться не с премией, а с дисконтом по отношению к спот-рынку. Я закрыл всю позицию с гигантской прибылью.

— А есть ли какие-либо другие сделки в вашей карьере, выделяющиеся как особенно памятные?

— Приходит на ум одна такая сделка, происшедшая во время встречи «Большой семерки» в сентябре 1985 года, на которой произошли крупные структурные изменения, задавшие тон валютным рынкам на последующие пять лет. (Это была встреча, на которой крупные промышленно развитые страны согласились проводить скоординированную политику, направленную на снижение курса доллара.)

— Вы, очевидно, были очень близко связаны с валютными рынками. Знали ли вы что-нибудь о том, что грядет такое крупное изменение политики?

— Нет. Были кое-какие люди, которые слышали намеки на то, что состоится встреча, на которой западные правительства собираются понизить курс доллара, но никто не понимал значения того, что должно было произойти. Хотя после опубликования результатов встречи доллар немного упал, это было ничто по сравнению со снижением, которое произошло в последующие месяцы. Фактически после первоначальной распродажи в Новой

Зеландии и Австралии доллар даже немного повысился в Токио.

— Как вы это объясняете?

— Видимо, люди не понимали по-настоящему, что происходит. Общее отношение было такое: «Ну, еще од на интервенция центральных банков». Вспомните, что эта встреча произошла после долгих лет неэффектив ных интервенций центральных банков.

— А что было по-новому в этот раз?

— Это был первый раз, когда мы стали свидетелями скоординированного политического заявления со сторо ны семи промышленно развитых стран. Так или иначе, в то время, когда проходила встреча «Большой семерки», меня в стране не было. Я не очень-то часто ухожу в от пуск, но год у меня до этого был очень хороший, и я в то время находился на Сардинии. Сардиния — остров до вольно изолированный, и для того, чтобы дозвониться оттуда заграницу, требуется иногда часа два.

— Вы были в курсе событий?

— Я даже не знал, что такое «Большая семерка». В то время эти встречи не имели никаких значительных пос ледствий; просто кучка бюрократов собиралась вместе, чтобы поговорить о стоимости доллара.

— А до того случая не было ни одной встречи «Боль шой семерки», которая оказала бы сколь-нибудь зна чительное влияние на доллар?

— Абсолютно нет. Короче говоря, лежу я на пляже, совершенно забыв о валютных рынках. По какой-то причине — вероятно, потому, что мой отпуск подходил к концу, и я уже начинал думать о том, как снова буду выходить на рынки, — я решил позвонить к себе в офис в понедельник рано утром по нью-йоркскому времени и проверить, все ли идет хорошо в мое отсутствие. С ог-

ромным трудом я, наконец, прозвонился в Нью-Йорк, но в офисе у меня никто не ответил. Это было делом очень необычным, потому что мой помощник Энди (Эндрю Кригер) всегда приходил на работу рано. Меня это немного озадачило. Затем я позвонил в наш лондонский офис, чтобы узнать, что происходит на валютных рынках. «Деннис, что происходит на валютном рынке?» — спросил я. «Вы ведь знаете, конечно, о встрече «Большой семерки»?» — спросил он. «Нет, — ответил я. — О чем это ты говоришь?» «Ну, они выпустили этот манифест о снижении стоимости доллара, и доллар летит ко всем чертям». «А ты не знаешь, где Энди?» — спросил я. «А Энди сегодня заболел», — ответил он.

Это было очень странно, потому что никто из нас вообще никогда не болел. После невероятных усилий я, наконец, дозвонился Энди домой. Он лежал в постели с гриппом и высокой температурой.

— А во время встречи «Большой семерки» у вас бы ла какая-нибудь текущая открытая позиция?

— Да, у нас была небольшая короткая позиция по доллару, но ничего серьезного.

— У Энди было право торговать самостоятельно?

— Да, конечно. Он не только следил за моими пози циями, но и сам отвечал за проведение довольно значи тельных сделок. Весьма интересно, что как только Энди прочитал новость, он вышел на новозеландский рынок, который является первым валютным рынком в мире, торгующим после уик-энда. В этом часовом поясе тор гуют немногие люди, и рынок очень вялый. Я думаю, что он вообще смог получить хоть какие-то котировки только потому, что мы (Salomon) нередко утром по по недельникам торговали в Новой Зеландии по 20-50 млн долларов. Поэтому для Энди или меня такие звонки были вполне нормальным делом. Мы установили хоро шие отношения в этом торговом центре, в то время как

лишь очень немногие другие американцы или европейцы смогли это сделать.

По очень широким ценовым котировкам — фактически со спрэдом в две большие фигуры, потому что все были совсем сбиты с толку — мы продали в Новой Зеландии 60 млн долларов, что по тем временам было там огромной суммой.

(Здесь Билл воссоздал разговор Энди с новозеландским банком)

— Какова ваша цена за 20 (млн) долларов?

— Два восемьдесят бид, два восемьдесят два предло жение.

— Продано. Новая цена?

— Два семьдесят девять, два восемьдесят один.

— Ваши двадцать. Новая цена?

— Два семьдесят восемь, два восемьдесят.

— Ваши двадцать.

Энди продавал по бидам на шесть больших фигур ниже пятничного закрытия. Такое предвидение произвело на меня по-настоящему большое впечатление. Я бы такого не сделал.

Короче говоря, в течение шести часов я висел на телефонной линии между моей комнатой в гостинице на Сардинии и Энди, который абсолютно больной лежал в постели в Иглвуде, штат Нью-Джерси. Поскольку прозвониться по международной связи было очень трудно, мы просто весь день не клали трубку. Энди по одному телефону был связан со мной, а по другому — с торговым залом Филадельфийской фондовой биржи, где мы торговали валютными опционами. Кроме того, он заставил свою жену сбегать в магазин Radio Shack, как только он открылся, и купить один из таких длинных-предлинных телефонных проводов-удлинителей. Затем он протянул третью телефонную линию из дома соседа, что позволило ему все время поддерживать связь с нашим брокером по доллару/марке так, что мы могли торговать и на спот-рынке. И таким вот образом мы торговали в

течение шести часов. В тот день мы сделали 6 млн долларов, что по тем временам составляло, вероятно, более 25% нашей годовой прибыли.

Мы женой находились на роскошном курорте, который в основном посещают богатые европейцы. Довольно забавным моментом было то, что пока происходили все эти события, два этаких типичных промышленных магната — пожилые немецкие джентльмены, безупречно ухоженные, с идеальным загаром и в сопровождении женщин, годившихся им в дочери — все время, каждые десять минут, заходили ко мне в комнату, чтобы спросить по-немецки, что происходит. Моя жена переводила. Они знали, что на рынке иностранных валют происходит что-то важное, но ни один из них не знал, что именно. Сардиния настолько изолирована, что все продающиеся там газеты опаздывают по крайней мере на два дня. Но именно там я и находился.

— А были какие-нибудь другие сделки, особенно не обычные по той или иной причине?

— Интересна была одна сделка, фактически превра тившаяся во что-то вроде партии в покер, и произошло это в 1987 году. Я открыл огромную позицию по опци онному спрэду: длинную на 23 тыс. коллов по японс кой иене с ценой страйк 54 и короткую на двадцать три колл-опциона с ценой страйк 55. Если бы коллы истекли при деньгах, каждая сторона этого спрэда равнялась бы примерно 800 млн долларов — по тем временам это бы ла невероятно большая позиция. Когда я открывал эту позицию, коллы были далеко не при деньгах.

(Позиция, описываемая Липшуцом, называется бычьим колл-спрэдом (bull call spread). Для того, чтобы сделка стала прибыльной, цена иены должна подняться выше 54 на величину достаточную, чтобы по меньшей мере покрыть затраты на спрэд. В отличие от позиции прямого колла, однако, потенциал прибыли здесь ограничивается одним целым пунктом на контракт, пос-

кольку длинная позиция по коллу 54 компенсируется продажей позиции такого же размера по коллу 55. Хотя продажа колла 55 ограничивает потенциал прибыли, она также значительно снижает затраты по этой сделке, ибо доход, получаемый от продажи колла 55, частично покрывает стоимость покупки колла 54. Максимальную прибыль можно получить при любой цене выше 55, ибо тогда каждая позиция спрэда принесет один целый пункт прибыли (625 долларов) минус разница в цене между коллами 54 и 55 на то время, когда открывалась позиция. С учетом чисел, названных Липшуцом, максимальный потенциал прибыли всего спрэда, который мог быть достигнут при цене выше 55, составлял приблизительно 13 млн долларов.)

Риск проведения такой сделки связан с возможной ситуацией, когда первый колл (с ценой страйк 54), по которому у вас длинная позиция, истекает при деньгах, а второй колл (с ценой страйк 55), который вы продали, истекает не при деньгах (т. е. цена между 54 и 55). В этом случае вы исполните длинный колл по 54, но от вас не потребуют исполнения вашего короткого колла по 55. Хотя это будет означать прибыль при истечении, это будет также означать, что у вас останется чистая длинная позиция на 800 млн долларов, которую придется переносить через уик-энд до открытия рынка в Токио. Иными словами, вы будете нести невероятно большой риск открытой позиции, ибо после выходных цена может открыться с разрывом в неблагоприятном направлении.

— А вы не могли хеджировать позицию вблизи ис течения?

— Это можно было бы сделать, если бы вы были уве рены, что рынок закроется значительно выше или зна чительно ниже уровня 55. Но что, если рынок торгуется вблизи цены исполнения в то время, когда приближается срок истечения контрактов? В этом случае вы не сможете предвидеть, придется ли вам исполнять проданные коллы

или нет. Пытаться ликвидировать спрэдовую позицию в целых двадцать три тысячи контрактов в завершающие часы торгов было бы безумием, поскольку вам придется выплатить огромную сумму на спрэде между ценами спроса и предложения, чтобы выйти в это время из сделки такого размера. Если вы не захеджируете длинную позицию по коллу 54, решив, что рынок закроется выше 55 (случай, при котором короткий колл 55 нужно будет исполнять), а вместо этого рынок закроется ниже 55, у вас может остаться на руках огромная наличная позиция с переносом через уик-энд. Если, с другой стороны, вы хеджируете свою длинную позицию по коллу 54, исходя из предположения, что рынок закроется ниже 55, а вместо этого он закрывается выше 55, и короткий колл 55 исполняется, то вам придется в течение уик-энда держать на руках огромную короткую позицию. Именно неопределенность относительно того, где закроется рынок — выше или ниже 55 (или, что одно и то же, будут или не будут исполнены проданные вами коллы 55), делает невозможным эффективное хеджирование этой позиции.

Интересным моментом в этой сделке было то, что примерно двадцать тысяч лотов на противоположной стороне этой спрэдовой позиции находились в руках одного маркет-мейкера. Когда вы торгуете на бирже позициями такого размера, вы обычно знаете, кто находится на другой стороне.

Наступает день истечения, и, когда рынок вступает в последние часы торгов, как вы думаете, что происходит? Цена оказывается как раз у 55. Та фирма маркет-мейкер не знает, захеджировал ли я свой длинный колл 54 или нет, а я не знаю, захеджировали ли они свой короткий колл 54 или собираются исполнить свой длинный колл 55, чтобы закрыть эту позицию. Ни один из нас не будет знать о позиции другого до утра воскресенья, ибо именно тогда вас извещают об исполнении опционов.

В воскресенье вечером мы снова должны играть в тот же покер уже на токийском рынке. Если они исполнили

свой длинный колл 55, они не могут знать, имею ли я короткую позицию по иене, так как они не знают, хеджировался я или нет. Если они не исполнили свой колл, они не будут знать, есть ли у меня длинная позиция по иене или у меня нейтральная позиция, опять же, в зависимости от того, хеджировался я или нет. Со своей стороны, я также не могу знать, занимают они длинную, короткую или нейтральную позицию, поскольку я не знаю, хеджировались ли они. Соответственно, выходя на открытие новозеландского или австралийского рынка, я должен или иметь длинную позицию почти на 800 млн долларов, а они будут занимать такую же короткую позицию, или они займут длинную позицию на эту сумму, а я окажусь в короткой, или один из нас будет иметь чистую длинную или короткую позицию, в то время как другой захеджирован, или мы оба можем быть захеджированы. Ни один из нас не сможет рассчитать достаточно уверенно позицию другой стороны, и, с учетом размера и времени суток в этих торговых центрах, мы будем единственными игроками на рынке.

После обеда в пятницу (в день истечения) я услышал, что фирма, находящаяся на другой стороне сделки, покупает иену на спот-рынке. Таким образом, они открыли свои карты. Я понял, что они еще не захеджировали свою короткую позицию по коллу 54 и не имеют намерения исполнять свои длинные коллы 55.

В пять часов вечера иена закрылась на расстоянии одного тика от уровня цены исполнения 55. Судя по поведению другой фирмы на спот-рынке, я думал, что она, вероятно, не будет исполнять свои длинные коллы 55, но я не мог быть в этом уверен.

В субботу зазвонил телефон. Это был трейдер той, другой фирмы. «Как дела?» — спросил я. «Очень хорошо. А как у тебя?» — спросил он в ответ. «Не знаю, скажи ты мне», — ответил я. Если помните, извещение об исполнении вы получаете только в воскресенье, а этот разговор имел место в субботу. «Что вы сделали?» —

спросил я. Он сказал: «А как ты думаешь, что я сделал? Никогда не догадаешься!» «Ну, я думаю, ты уже показал свои карты после обеда в пятницу», — ответил я. «Да, это было очень глупо», — сказал он. Покупка иены на межбанковском рынке не была его решением, это было решением комитета его компании. Наконец, он сказал мне: «Мы не будем исполнять».

— И он что, просто позвонил, чтобы дать вам знать, что они не собираются исполнять, тем самым сняв вас с крючка?

— Да я все равно получил бы эту информацию до начала работы новозеландского рынка. Он, вероятно, пытался выведать у меня мою позицию — а именно, захеджировался я или нет. Если бы он смог вычислить, что я сделал, у него появилась бы возможность сыграть на рынке. Как оказалось, я не хеджировался, а имел чистую длинную позицию в иене. Если бы он знал это, он мог выйти на новозеландский рынок, являющийся межбанковским рынком, открывающимся первым, и толкнуть рынок против меня. Сказав ему, что они показали свои карты, продавая иену после обеда в пятницу, я заставил его поверить, что догадался о состоянии их позиции — что, собственно, и было — и хеджировался — чего не было. В любом случае, во время уик-энда появились всякие новости, и доллар открылся значительно ниже. Фактически, я в результате значительно увеличил свою прибыль по этой сделке.

— И сколько же вы в конце концов сделали на этой сделке?

— Совершенно невероятную сумму — что-то около 20 млн долларов. Однако самым важным в этой сделке были не деньги, а игра в покер в тот пятничный день — весь этот блеф. Люди звонили в мой отдел всю вторую половину пятницы, пытаясь узнать, что происходит между нами и той фирмой. А больше ничего на рынке и

не происходило. В тот день наши позиции превосходили все остальное на рынке в сотни раз.

— А не можете ли вы вспомнить какие-то еще осо бенно памятные сделки?

— Могу рассказать вам, как однажды вскоре после то го, как я начал торговать, я страшно испугался. Осенью 1988 года на валютных рынках ничего особенного не про исходило. Немецкая марка находилась в очень узком тор говом диапазоне. И, как это очень типично для таких пе риодов с низкой волатильностью, размер нашей позиции потихоньку рос по мере того, как мы пытались захваты вать все меньшее и меньшее движение цены, чтобы про должать получать прежние результаты. В результате в то время размер нашей позиции был больше, чем обычно.

Мы знали, что Горбачев собирается произнести речь в ООН, но мы не знали, что он скажет. В то время у меня была короткая позиция в 3 млрд долларов против немецкой марки.

— Три миллиарда! Была ли это самая большая по зиция, которую вы когда-либо торговали?

— Бывало и больше, но и это была очень крупная по зиция. Рынок торговался в узком одно-двухпроцентном диапазоне, и я ожидал, что это боковое движение цены продолжится. Горбачев произнес свою речь о сокраще нии вооружений, что было интерпретировано рынком как то, что и Соединенные Штаты могут сократить свои военные расходы — а это означало бы ослабление де фицита государственного бюджета. Все это посчитали очень бычьим для доллара. В Нью-Йорке доллар начал расти, а ликвидности не было никакой. Очень быстро он повысился на 1%, и я понял, что попал в беду.

— Один процент от позиции в 3 млрд составляет 30 млн долларов! И весь этот убыток произошел всего лишь за один вечер?

— Он произошел всего за восемь минут. Все, что я хотел сделать, это продержаться до открытия в Токио в семь вечера, рассчитывая на ликвидность там. Если вам очень нужно купить 3 млрд долларов, вы можете сделать это в Токио; вы не можете сделать это на вечернем рынке в Нью-Йорке — вы не можете сделать это даже в обычный день, не говоря уж о таком дне, когда опубликована важная новость. Моя стратегия заключалась в том, чтобы попытаться сдержать доллар в Нью-Йорке. Обычно, если вы продаете несколько сотен миллионов долларов на послеобеденном нью-йоркском рынке, то можете весьма значительно сбить рынок. Я продал 300 млн долларов, но рынок этого даже не заметил.

Люди в моем отделе не знали по-настоящему размера нашей позиции, за исключением Роберта, который был моим прямым заместителем. Я посмотрел на Роберта и сказал: «Это не особенно задержало рынок, верно?» Он скорчил рожу и медленно покачал головой из стороны в сторону. Я понял, что не могу закрыть эту позицию, и тут испугался по-настоящему. Помнится, думал я: «Это та самая пуля, которая, наконец, влетит мне в затылок».

Президент компании Том Страусе сидел примерно в пяти метрах от меня (Гутфрюнда в тот день не было). Я встал, подошел к Страуссу и сказал: «Томми, у нас проблема». Он посмотрел на меня и спокойно сказал: «Что такое?» Я ответил: «У меня короткая позиция по доллару, и я неправильно оценил ликвидность на рынке. Я попытался сдержать рынок, но ничего не получилось. И я не могу выкупить эту позицию». Он очень спокойно спросил: «И каково же наше положение?» «У нас убыток где-то миллионов на 70-90». «И что же нам с этим делать?» — спросил он. Я отчетливо помню, как меня поразил сам факт того, что он использовал слово *нам,* а не *тебе.* Я сказал: «Если я попытаюсь выкупить часть, я смогу ухватить что-то тут, что-то здесь, но основную сумму это не покроет. И все, чего мы добьемся,

это толкнем рынок еще больше против себя. Я думаю, что начинать ликвидацию нужно в Токио». «Какой у тебя план?» — спросил он. Я ответил: «Когда откроется Токио, я должен посмотреть, на каком уровне пойдут торги. Я планирую сначала закрыть половину позиции, а там уже смотреть». Он сказал: «Что ж, шансы у нас неплохие. Делай все, что нужно». И это был весь разговор. Он занял меньше двух минут.

Когда через несколько дней мы обсуждали этот эпизод, Роберт сказал: «Я никогда не видел, чтоб ты так выглядел». Я спросил его, что он имел в виду. Он ответил: «Ты был белый как бумага». Мое восприятие того, что происходило вокруг меня в то время, было, конечно, очень сильно искажено, потому что я был чрезвычайно сконцентрирован на этой ситуации. Потом мне рассказали, что в течение всей второй половины дня в отделе нашем не было вымолвлено почти ни слова, и что Роберт не позволял никому ко мне даже приближаться. В то время я всего этого не замечал.

Продолжая наш разговор, Роберт сказал: «Не знаю, как ты смог подойти к Страуссу». «А что? — спросил я. — Что бы ты сделал?» Ведь это было единственное, что я мог сделать: я должен был проинформировать Страусса о том, что происходит. Роберт ответил: «Девяносто миллионов. Ты потерял 90 миллионов долларов. Ты понимаешь, что это означает?» Я спросил: «Что бы ты сам сделал?» Он ответил: «Я бы надел пиджак и вышел. Решил бы, что все кончено, и я уволен».

Я не уверен, что он бы поступил именно так, но мне самому и в голову не приходило сбежать. Сама идея, что я мог потерять работу, даже не приходила мне на ум. Фирма взяла и воспитала меня, и мне казалось невероятным, что такое может произойти. Первое, о чем я думал, это о позиции, второе — о том, что нужно поставить в известность об этом руководство. В полном соответствии с подходом фирмы, что было продемонстрировано реакцией Тома Страусса, в нашем разговоре и не должно

было проявиться никакой враждебности. Это была взвешенная беседа, и если уж и надо было проводить какой-то анализ и разбор того, что было сделано неправильно, то место этому было после того, как проблема была решена.

— И что же, в конечном счете, случилось с этой позицией?

— Когда Токио открылся, доллар начал двигаться вниз, поэтому я не стал закрывать половину позиции, как планировалось первоначально. Доллар продолжал падать, и я закрыл позицию в Европе. Тот день я завершил с убытком 18 млн долларов, что в то время казалось крупной победой.

— Большинство людей, окажись они в вашем положении, настолько стремились бы снять с себя этот груз, что сбросили бы всю позицию на открытии в Токио. Очевидно, вы не отказались от своего суждения о рынке и избежали эмоционального соблазна.

— Причина, по которой я не вышел на открытии в Токио, заключалась в том, что это было бы неправильным торговым решением. Собственно говоря, я проявляю как трейдер себя гораздо лучше, когда нахожусь в плохой позиции, а не в хорошей.

— Какой опыт вы вынесли из всего этого эпизода?

— Главным образом я узнал многое о фирме и о себе. Глубоко уважаю готовность Salomon понимать то, что происходит на рынках. Если вы хотите играть в эту игру, то будьте готовы к нештатным ситуациям. Неизбежно время от времени происходят землетрясения, военные конфликты, или кто-нибудь выступает с речью в ООН. И вы неизбежно оказываетесь на неправильной стороне сделки — по-другому и не бывает. Неординарные события — они и есть неординарные события. И в Salomon это по-настоящему понимают.

— Вы сказали, что также узнали многое о себе. Что именно вы узнали?

— Это был первый случай, когда я понял, что в плане торговли я очень непохож на большинство окружаю щих меня людей. Хотя в то время я был очень испуган, это не было страхом перед потерей работы или беспо койством о том, что подумают обо мне другие люди. Это был страх из-за того, что я, возможно, слишком уж пе регнул палку — до неприемлемого уровня риска. У ме ня не было никаких сомнений относительно того, какие именно шаги нужно предпринять, или как мне с этим справиться. Процесс принятия решений не был нару шен под влиянием стресса. Страх мой был связан с тем, что слишком уж неправильным оказалось мое сужде ние — не в смысле направления рынка (такое происхо дит сплошь и рядом), а в смысле чудовищной недооцен ки ликвидности. Я позволил себе попасть в ситуацию, которую не мог контролировать. Раньше со мной такого никогда не случалось.

— А был у вас еще какой-нибудь болезненный тор говый опыт?

— Вы что-то не спрашиваете меня о том, что случи лось с моим собственным счетом.

— Хорошо, что с ним случилось? Насколько я пом ню, вы начали примерно с 12 тыс. долларов.

— Правильно, и на пике там было 250 тыс. долларов.

— В самом деле? Вы так его увеличили?

— Да, все это произошло в период где-то четырех-пяти лет.

— Ну, **все** же...

— Да, я добился немалых успехов. И все же кончи лось тем, что я за несколько дней спустил почти все деньги.

— Что же случилось?

— 23 сентября 1982 года индекс Доу-Джонса, пони зившись в начале дня на 30 пунктов, закрылся, повысив шись на 20. Это был знаменитый разворот Грэнвилла, и это было основание медвежьего рынка.

— А «разворотом Грэнвилла» вы называете рост, ко торый произошел сразу после того, как Джо Грэнвилл (необыкновенно популярный рыночный консультант того времени) дал рекомендацию продавать?

— Вот именно. Я был настроен очень по-медвежьи и купил много пут-опционов. Я увеличивал позицию по мере движения рынка вниз и вложился в это по-настоя щему. В тот понедельник я потерял почти все деньги, а к среде мой счет по существу достиг нуля.

— Вам потребовалось более четырех лет, чтобы пре вратить 12 тыс. долларов в 250 тыс., а потеряли вы их всего лишь за несколько дней. Вы не задумывались над смыслом всего этого для себя?

— Нет, я просто увидел в этом одну большую ошиб ку. Я всегда был очень уверен в себе как трейдер. Я по лагал, что сумел развить в себе некоторые базовые тор говые навыки, которые помогли мне попасть в Salomon Brothers, и что в процессе этом я получал огромное удо вольствие. Я, конечно, в результате здорово расстроил ся, но деньги никогда для меня много не значили.

— Изменили ли вы что-нибудь из-за этого случая?

— Я решил, что раз уж я собрался работать в Salomon Brothers, то все мое внимание должно быть сосредоточе но на том, чтобы работать там хорошо, а не торговать на свой собственный счет. После этого случая я уже никог да на свой счет не торговал —• и не потому, что потерял тогда деньги, а потому, что не хотел рассеивать свое вни мание, как делали многие другие. Я в основном, получая каждые две недели свою зарплату, вкладывал эти деньги

в инструменты денежного рынка — причем только в государственные ценные бумаги, потому что хотел иметь дополнительную гарантию безопасности.

— Как повлияла внезапная кончина вашего лично го счета на вас как на трейдера?

— Я, вероятно, стал уделять больше внимания управ лению риском. Я никогда особенно риска не боялся.

— А что вы подразумеваете под «управлением рис ком»?

— Существует много элементов управления риском. Всегда точно знайте все свои позиции. Не концентри руйте слишком много денег в одной большой сделке или группе сильно взаимосвязанных сделок. Всегда по нимайте соотношение риска и вознаграждения в сдел ке по состоянию на *текущий момент,* а не так, как это было, когда вы открывали позицию. Некоторые люди говорят: «Я рискую только своей прибылью». Это, по жалуй, самое смешное, что я когда-либо слышал. Я не говорю, что все эти концепции выкристаллизовались в один день, но думаю, что опыт своего собственного сче та поставил меня на путь более серьезного отношения к этим аспектам.

— К вопросу об управлении риском. Как вы справ ляетесь с полосами неудач?

— Когда у вас наступает полоса неудач, ваша спо собность правильно собирать и анализировать инфор мацию начинает искажаться из-за ослабления фактора уверенности, что является побочным продуктом полосы неудач. Нужно очень напряженно работать, чтобы вос становить эту уверенность, а достичь этой цели помога ет уменьшение размера торговых позиций.

— Почему вы, при всей вашей лояльности по отно шению к Salomon, в конечном счете ушли?

— Джил, который основал наш отдел, ушел в 1988 году, и в результате в течение полутора лет управлять этим отделом пришлось мне. Я должен был много раз говаривать по телефону — не по поводу торгов, а боль ше по всяким кадровым проблемам. И мне не очень-то нравилось много разъезжать. Мне не нравилось управ лять деятельностью людей в Токио, Лондоне и Нью-Йорке.

Я хотел ввести кого-нибудь в качестве со-руководителя этого отдела. Я хотел руководить непосредственно торгами, и чтобы при этом кто-нибудь еще занимался административными вопросами, но, к сожалению, так в Salomon Brothers не принято. Поэтому они поставили надо мной другого человека. Сначала я думал, что все получится, но человек, которого они выбрали, не имел никакого опыта работы с иностранными валютами. Он пришел из отдела по работе с бумагами с фиксированным доходом и видел все через призму облигаций. Он, бывало, часто спрашивал: «Смотри-ка, ну разве это не похоже на рынок государственных облигаций?» И в уме у меня возникал ответ: «Нет, это совсем не то, что рынок государственных облигаций. Да забудь ты об этом рынке государственных облигаций».

— В чем ваша нынешняя торговля в рамках вашей собственной фирмы по управлению капиталом отли чается от того, чем вы занимались в Salomon?

— Сейчас я торгую значительно меньшими сумма ми, чем в Salomon, что, конечно, является недостатком.

— А в чем преимущество большого размера?

— Вы шутите.

— Нет, я серьезно.

— Если появляется большой покупатель и толкает рынок на 4%, это преимущество.

— Но ведь ему все равно нужно выходить из этой позиции. Если он не прав в отношении рынка, то не по хоже, чтобы большой размер был таким уж большим преимуществом.

— Ему не обязательно нужно выходить из всей пози ции сразу. Рынок иностранных валют является рынком очень чувствительным психологически. Вы исходите из того, что рынок очень быстро возвращается к равнове сию — быстрее, чем можно успеть закрыть свою пози цию. Но это не обязательно так. Если, например, вы дви гаете рынок на 4%, вы, вероятно, измените психологию рынка на следующие несколько дней.

— То есть вы хотите сказать, что размер является преимуществом?

— На рынке форекс это огромное преимущество.

— А каков был размер счета, которым вы торговали в Salomon?

— Этот вопрос, по существу, не имеет прямого зна чения. У таких компаний как Salomon не существует ак тивов, непосредственно лежащих в основе торговой де ятельности. Скорее с течением времени трейдеры и каз начеи наращивают все большие и большие кредитные возможности в банках. Банки с удовольствием предо ставляют такие кредитные линии для Salomon Brothers. Это пример того, в чем еще проявляется преимущест во большого размера. В 1990 году наш отдел имел кре дитные линии, пожалуй, на 80 млрд долларов. Однако специально для торговли на рынке иностранных валют каких-то особых активов не выделялось.

— Я хотел бы получить некоторое представление о том, как вы принимаете решения относительно на правления цены. Просто для наглядности давайте используем текущий прогноз для немецкой марки. Я знаю, вы ожидаете, что доллар относительно немец-

кой марки будет повышаться. Чем вы это обосновываете?

— Во-первых, я очень озабочен влиянием объединения страны на германскую экономику. В Восточной Германии существуют огромные инфраструктурные проблемы, на решение которых может потребоваться десятилетие, а то и больше. Кроме того, планы реструктуризации Бундесбанка (центрального банка Германии) с целью включения представителей от бывшего центрального банка Восточной Германии создают немало неопределенностей. Наконец, правительство Коля в настоящее время, похоже, занимает значительно более слабые позиции. Все эти факторы могут привести к оттоку капитала из Германии.

В то же время сочетание низких процентных ставок в США, очевидного желания Федеральной резервной системы продолжить стимулирование экономики и предварительные признаки появления благоприятных экономических данных позволяют предположить, что Соединенные Штаты, возможно, выходят из спада. Поэтому люди начинают думать, что Соединенные Штаты, пожалуй, не такое уж плохое место для инвестирования их денег.

— Выстроив долгосрочную философию движения валюты—в данном случае что доллар относительно немецкой марки будет повышаться, — как вы в дальнейшем узнаете, не окажется ли этот анализ неправилен?

— События, могущие изменить мое мнение, могли бы включать признаки того, что германское правительство эффективно справляется с некоторыми из перечисленных раннее проблем, и что экономические и статистические данные, позволяющие предположить, что мои прогнозы об окончании спада в США являются преждевременными — а именно, что складывается ситуация, противоположная той, которую я нарисовал как побуждающую меня подходить к доллару с бычьих позиций.

— В целях обсуждения предположим, что фунда ментальные данные серьезно не изменяются, но дол лар начинает скользить вниз. Как вы определите, что были неправы? Что позволит вам избежать крупного убытка?

— Я очень уверен в этом сценарии. Но если поведе ние цены не подтвердит моих ожиданий, буду ли я до бесконечности поддерживать длинную позицию? Нет. Я буду занимать нейтральную позицию и понемногу покупать на падениях рынка. Вы должны открывать по зиции такого размера, чтобы, если вы оказываетесь не совсем правы в определении временного фактора, вас не выбросило из вашей позиции. Мой подход заключается в том, чтобы наращивать позицию, когда рынок движет ся в предсказанном мной направлении. Я не открываю сделку словами: «Боже, вот этот уровень, отсюда рынок двинется туда или сюда».

То же самое я делаю, выходя из позиции. Я не говорю: «Прекрасно, я сделал достаточно денег. Теперь пора, я выхожу». Вместо этого я начинаю потихоньку облегчать позицию, когда вижу, что экономические параметры или поведение цены изменяются.

— Как вы считаете, является ли такой масштаби руемый подход при открытии или закрытии позиции важным элементом вашего общего торгового успеха?

— Я думаю, это позволяет мне сохранять долго срочные выигрышные позиции гораздо дольше, чем, по моим наблюдениям, сохраняют свои позиции боль шинство трейдеров. У меня нет никаких психологичес ких проблем с тем, чтобы позволять прибыли расти, как это бывает у многих трейдеров. Нужно уметь позволять расти вашей прибыли. Я не думаю, что вы сможете быть постоянно выигрывающим трейдером, если рассчиты ваете быть правым в более чем 50% случаев. Вы должны научиться делать деньги, оказываясь правым только в 20-30% случаев.

— Позвольте мне изменить вопрос, который я задал вам ранее: предположим, что доллар начал расти, то есть двигаться в направлении, избранном вами для ва шей сделки — но фундаментальные данные, которые дали вам первоначальную предпосылку для сделки, изменились. Будете ли вы по-прежнему держать эту позицию только потому, что рынок движется в вашу пользу, или выйдете, потому что изменился фунда ментальный анализ?

— Я определенно выйду. Если я считаю, что фунда ментальные факторы изменились, а рынок этого не ви дит, значит, происходит что-то такое, чего я не понимаю. Не следует оставлять открытую позицию, когда вы не по нимаете, что происходит. Это не имеет никакого смысла.

— Меня всегда озадачивало, зачем множество бан ков в Соединенных Штатах и других странах мира де ржат огромные залы, битком набитые трейдерами. Как могут все эти торговые отделы делать деньги? Торгов ля ведь не такое простое дело. Я занимался рынками почти двадцать лет и знаю, что подавляющее боль шинство трейдеров теряет деньги. Как банки могут находить столько молодых стажеров, которые могут делать деньги в качестве трейдеров?

— Некоторые крупные банки имеют до 70 торговых залов, расположенных в разных частях мира. Однако не все банки ведут прибыльную торговлю каждый год.

— И все же я исхожу из того, что большинство на протяжении большей части лет достигает прибыли. Проистекает ли эта прибыль из преимуществ зараба тывания на разнице между ценой покупки и ценой продажи при обслуживании клиентов? Или все это главным образом результат успешной направленной торговли?

— Этому вопросу посвящено множество исследова ний. Пару лет назад я прочитал работу по торговым one-

рациям Citibank, являющегося крупнейшим и, пожалуй, наиболее прибыльным банком в мире по части торговли валютами. Он обычно делает на своих торговых операциях от 300 до 400 млн долларов в год. Всегда идут какие-то споры по поводу того, как он умудряется делать столько денег. Некоторые люди утверждают, что Citibank имеет такие преимущества в торговле валютами, что многие маржинальные трейдеры и хеджеры валютного рынка сразу же вспоминают Citibank, когда им нужно провести сделку, — и Citibank может зарабатывать большой спрэд на этих нехитрых сделках. Кроме того, Citibank имеет отделения во многих странах, не имеющих своих собственных центральных банков. В этих странах большая часть, а то и все сделки с иностранными валютами проходят через Citibank. Исследование это приходит к выводу, что если бы Citibank торговал только ради спрэда между бидом и аском и вообще никогда не открывал позиционных сделок, то, вероятно, он зарабатывал бы 600 млн долларов в год.

— Это ведь означает, что он теряет, вероятно, пару сотен миллионов долларов в год на своей собственной направленной торговле. Конечно, это помогает объяснить очевидный парадокс, заключенный в моем вопросе — а именно, как все эти трейдеры могут зарабатывать деньги? Правильно ли я вас понимаю?

— Лично я так и думаю. Однако внутри самого Citibank, вероятно, придерживаются такой позиции: «Мы сомневаемся, что это правда, но даже если бы это и было правдой, все равно стоило бы находиться на рынке, осуществляя собственную торговлю и получая информацию. Иначе мы не могли бы обслуживать наших клиентов так, как мы это делаем».

— Это звучит как оправдание.

— Предположим, что вы трейдер банка, и от вас ожидается получение дохода в размере 2,5 млн долларов в

год. Если вы разобьете эту сумму примерно на 250 торговых дней, получится, что вы должны делать в среднем 10 тыс. долларов в день. Предположим, далее, что неискушенный клиент, торгующий раз в год и не имеющий собственного монитора, обращается к вам, чтобы хеджироваться. Вы проводите сделку с широким спрэдом и сразу же вы зарабатываете ПО тыс. долларов. И знаете, что вы делаете? Вы забрасываете работу до конца дня. Именно это и делает почти каждый валютный трейдер в Нью-Йорке, и менталитет этот изменить практически невозможно. Ибо если вам повезло, то вы сделаете в тот день 300 тыс. долларов, и в тот вечер в баре вы будете выглядеть невероятным героем. А если вы отдадите эту прибыль: «А, сегодня рынок меня провел».

— Подведем итог: если бы не прибыль от разницы между ценами покупки и продажи, могли бы банки де лать деньги на своих торговых операциях?

— Вероятно, нет, если говорить об обычной пози ционной торговле в том смысле, в каком вы думаете о ней. Однако есть еще один аспект направленной торгов ли, и очень прибыльный. Возьмите простого рядового трейдера. День за днем он котирует спрэды бид/аск и делает на каждой сделке небольшую среднюю прибыль. Однажды появляется некий клиент и просит продать 2 млрд долларов. Трейдер продает 2,1 млрд долларов, и рынок сдвигается на 1%. В результате трейдер на этой единственной сделке сразу же делает 1 млн долларов.

— На многих рынках это незаконно. Это называется «выбеганием перед клиентом».

— А на межбанковском рынке это не является неза конным. Здесь не выставляются ордеры перед ордерами клиентов, фактически трейдер идет за ними по пятам.

— Т. е. он проводит весь ордер по одной и той же цене?

— Как правило, первые 100 млн долларов будут при надлежать самому банку. Именно так устроен этот ры нок.

— Есть ли какая-нибудь разница между такой сдел кой и тем, что обычно называется «выбеганием перед клиентом»?

— Да, это законно на одном рынке и незаконно на другом.

— Такой ответ годится с точки зрения регулирова ния. А я спрашиваю с механической точки зрения: су ществует ли фактическая разница между этими сдел ками?

— Настоящий ответ — нет, но я дам вам ответ с по зиций банка. Когда я позволяю вам обращаться ко мне и продавать на рынке иностранных валют 2 млрд дол ларов, я беру на себя кредитный риск и обеспечиваю ликвидность и средства для совершения этой сделки. В обмен вы предоставляете банку информацию, что со бираетесь продать 2 млрд долларов. Это не такое уж не обоснованное объяснение.

— Как вы исполняете такой большой ордер, как 2 млрд долларов? Как вообще вы можете получить ко тировку бид/аск для такой суммы?

— Я расскажу вам, как это происходит. Предположим, поступает ордер на 500 млн долларов или более. Дилер встает и кричит: «Мне нужны звонки!» И сразу же человек 40 из числа дилеров, младших дилеров, клерков и даже операторов телексных машин начинают делать звонки. У каждого есть свой собственный обзвонный лист, поэтому в одни и те же банки они не звонят. В среднем они дела ют по три звонка, так что всего получается 120 звонков. И все это происходит в течение нескольких минут. Дилер выступает в роли координатора — сотрудники банка вы крикивают биды, а он отвечает: «Твое! Твое! Твое!», — все

время параллельно подсчитывая общую сумму проданной валюты. За считанные минуты крупный банк может переместить удивительную по размеру сумму денег.

— Получается, что вся прибыль от торговли поступает от дохода за счет разности между ценами бид/аск и от следования за крупными ордерами. Это для меня более понятно, ибо что я не могу понять — это как получается, что банки нанимают всех этих молодых ребят сразу после колледжа, и они могут делать деньги в качестве трейдеров. Не думаю, что настоящей торговле можно научиться так легко.

— Вы наступаете на больную мозоль. Да разве *это* торговля? Даже в Salomon Brothers, где бытует представление, что практически каждый человек является трейдером, лишь примерно полдюжины людей идут на настоящий риск. А остальные, по существу, просто котируют рынки. Большинство людей этот нюанс упускают.

— Вернемся к кредитному риску, связанному с межбанковским рынком, о котором вы упоминали ранее. Когда вы совершаете сделку, вы полностью зависите от кредитоспособности другой стороны. Если она не оказывается кредитоспособной, вы теряете деньги?

— Вы правильно поняли.

— С вами такое когда-нибудь случалось?

— Нет.

— Как часто такое случается?

— Если в сделке участвует кто-то, в ком вы сомневаетесь, вы можете попросить его предоставить обеспечение.

— А разве не может банк с хорошим кредитным рейтингом неожиданно обанкротиться?

— Неожиданно? Нет. Ну, какой можно было бы наихудший пример привести? Drexel? Salomon прекратила

осуществлять валютные операции для Drexel за полтора года до того, как он обанкротился.

— Вы хотите сказать, что особенно большого кре дитного риска нет?

— Есть, конечно, некоторый риск, но разве может Conti обанкротиться за ночь? Мы прекратили торговать с Conti за пять месяцев до того, как ФРС его выкупила.

— Но ведь кто-то же торговал с Conti во время тех последних месяцев? Что, они были хуже информиро ваны?

— Не обязательно. Просто они были готовы пойти на риск. Могу вас заверить, что в эти последние месяцы Conti не торговал на рынке. Но при определенном уров не процентной ставки вы будете готовы предоставить деньги любому банку. Причина, почему не происходят неприятные сюрпризы, заключается в том, что это в общих интересах — знать, когда где-то возникает про блема. Поэтому сотрудники, занимающиеся кредитами, очень быстро обмениваются информацией в тех случа ях, когда, как им кажется, существует проблема.

— А вам никогда не снятся сделки?

— Помню, был один случай — мне приснился очень конкретный сон в ночь накануне опубликования дан ных о внешней торговле. Мне приснились вполне конк ретные цифры и еще весьма конкретная цифра по пере смотренным данным за прошлый период, и что доллар поднимется на определенный уровень, и я куплю долла ры. Что затем доллар поднимется на второй уровень, и я куплю еще больше долларов. Доллар затем поднимется на третий уровень, и я снова его куплю, потом доллар поднимется на четвертый уровень, и я захочу продать, но куплю еще.

На следующий день данные по торговле были опубликованы и оказались теми же самыми цифрами, что

мне приснились. Пересмотренные данные тоже оказались теми же цифрами, что я видел во сне. Даже последовательность движения цены была точно такой же, как в моем сне. Единственная разница заключалась в том (он приостанавливается), что я вообще не торговал.

— А почему?

— Потому что я не торгую на основе снов или слу хов. Я фундаментальный трейдер. Я пытаюсь собрать факты и решить, какого рода сценарий будет, по мое му мнению, разворачиваться. А торговать на основе сна абсурдно. Я рассказал моему помощнику об этом сне, и мы над ним посмеялись. И он сказал: «Тот день, когда ты начнешь торговать по снам, будет тем днем, когда мы можем начать паковать вещички».

На каждом из вновь достигнутых ценовых уровней рынок консолидировался, как это бывает перед дальнейшим ростом. Парадоксально, но если бы этого сна у меня не было, я, вполне вероятно, мог бы купить доллары.

—То есть, если бы вы исходили из своего сознательного анализа, вы согласились бы с основами этой сделки. Правильно?

— **На** все сто.

— А может быть, дело было в том, что вы не захоте ли проводить эту сделку, потому что вам не хотелось ощущать себя торгующим на основе сна?

— Да, пожалуй. Внутренне я был очень смущен тем, что происходило. Это было очень странное ощущение.

— Что-то вроде теней из «Сумеречной зоны»?

— Да, конечно. Я не мог поверить тому, что происхо дило. Мы с помощником просто смотрели друг на друга. Когда данные по внешней торговле оказались теми же самыми, что мне приснились, он сказал: «Ну ладно, Бил ли, признавайся, откуда ты взял эти цифры?»

— А еще раз что-нибудь подобное с вами случа лось?

— Тот случай я помню лучше всего. Но у меня были похожие ситуации и при других обстоятельствах. Одна ко я не так отчетливо помню все детали.

— А вы не хотите послушать, как я мог бы это логи чески объяснить?

— С удовольствием. Как вы можете объяснить такое вот угадывание точных чисел?

— Вы работаете, отдыхаете, едите и, по существу, спите вместе с рынками. У вас в голове спрятано ги гантское количество фундаментальной и технической информации. Предположим, что на основе каких-то неосознанных мотивов, которые вы где-то подобра ли — может быть, кто-то что-то сказал, или вы виде ли, как другие люди открывали какие-то позиции, или что-то было еще — вы подумали, что данные по внешней торговле не будут соответствовать тому, что ожидалось. Может быть, в данном случае ожидаемые цифры показались вам иррациональными, и вы по чувствовали, что торговать на их основе было бы глу по. А может быть, вам просто не нравится торговать перед опубликованием важных экономических дан ных, потому что у вас был в прошлом какой-то отри цательный опыт. Причина не так уж и важна. Я просто придумываю различные примеры. Но дело в том, что довольно легко представить себе, как вы можете пра вильно прогнозировать еще не опубликованные ста тистические данные, и почему такой прогноз может происходить на подсознательном уровне.

Ваш прогноз движения рынка в определенном направлении объяснить еще легче. С учетом вашего обширного опыта, коль скоро вы оказались правы относительно данных по внешней торговле, вряд ли удивительно, что вы смогли угадать направление движения

рынка. Даже то, что во сне вы увидели точные уровни цены, не кажется таким уж абсурдным, потому что вы имеете исключительное чувство рыночных колебаний. Фактически лишь вчера я видел, как вы прервали наш разговор, чтобы разместить ордер на покупку на падающем рынке австралийского доллара в момент, который оказался точной точкой разворота.

Я хочу этим сказать, что вся эта информация находится у вас в голове, и она может освобождаться во время сна, потому что вы по какой-то причине не претворили ее в действие. В этом нет ничего особенно загадочного. Чтобы объяснить это, вам не нужно верить в мистическое предвидение.

— Вы можете даже сказать, что проигрывание раз личных сценариев — это как раз то, чем я занимаюсь все время. Это процесс, которым фундаментальный трейдер занимается постоянно. Что будет, если случится это? А что будет, если это не случится? Как отреагирует рынок? На какие уровни переместится рынок?

Так вы думаете, что нежелание открыть позицию в соответствии с ожидаемым сценарием приводит к вытеснению этого сценария в подсознание в качестве сна?

— В некоторых случаях — наверняка. Но я в этих вопросах не эксперт. Я не психолог, просто это кажется мне логичным. Приведу вам личный пример. Несколь ко лет назад у меня появилась сильная уверенность в том, что канадский доллар находится на ранних ста диях многолетнего бычьего рынка. Рынок находился в хорошем восходящем движении, а затем перешел в узкую консолидацию. Я подумал, что он пойдет выше, но у меня уже было четыре длинных контракта, а это была относительно большая позиция для одного рын ка с учетом размера моего счета.

Той ночью мне приснилось, что канадский доллар пошел вертикально вверх. На следующее утро, когда я пришел на работу, я сразу же удвоил свою пози-

цию с четырех до восьми контрактов. И рынок пошел прямо вверх. Я считаю, что причина, по которой мне приснился этот прогноз, заключалась в том, что логическая часть моего сознания не могла решиться на открытие торговой позиции, диктуемой моим рыночным опытом. Я воздерживался от действий, говоря себе: «Как могу я удваивать позицию, когда рынок идет вертикально вверх без малейшей реакции?» Конечно, как мы оба знаем, труднее всего решиться на те сделки, которые потом оказываются самыми успешными.

И, касаясь несколько родственной темы, считаете ли вы, что исключительным трейдерам помогает интуиция?

— Вообще говоря, я не думаю, что хорошие трейдеры принимают интуитивные или поспешные решения — конечно, не те трейдеры, которые долгое время работают на рынке. Что касается меня самого, то я обязательно хорошо продумываю идею каждой сделки и обосновываю ее прежде, чем открываю позицию. Существует целый ряд причин, которые не дают трейдеру принимать интуитивные решения. Например, прежде чем я открываю сделку, я всегда спрашиваю себя: «Если эта сделка окажется ошибочной, как я из нее выйду?» Вопросы такого типа становятся гораздо более важными, когда вы торгуете позициями большого размера. Другим важным соображением является оценка наилучшего способа для выражения идеи сделки. Поскольку я обычно стремлюсь не открывать прямых длинных или коротких позиций, я должен хорошо подумать, какая именно комбинация опционов даст наиболее привлекательный профиль прибыли/риска с учетом моих ожиданий от рынка. Все эти соображения по определению не позволяют принимать интуитивных решений. Однако, несмотря на все сказанное, бывают случаи, когда вопреки всему предварительному планированию торговые решения действительно принимаются таким образом, который можно считать интуитивным.

Например, рассмотрим ситуацию, когда во время вашего прошлого визита я пытался купить австралийский доллар. В тот конкретный момент министр финансов Австралии сделал заявление о том, что, с его точки зрения, не имеет значения, даже если валюта потеряет за день 10% своей стоимости. Как вы на это отреагируете? В таких ситуациях, панических по своему характеру, бывают моменты, когда в игру вступают интуитивные чувства. Во время беспорядка на рынке, последовавшего за этим заявлением, я почувствовал, что валюта эта ни в коем случае даже и близко не приблизится к изменению на 10%, прежде чем крупные игроки не войдут на рынок и не толкнут ее в другую сторону.

— А насколько он понизился в тот момент, когда вы разместили свой ордер на покупку?

— Примерно на 5%. Даже если бы у меня уже была долгосрочная длинная позиция, на которую плохо пов лияли бы эти новости, я бы все равно решил, что, по крайней мере, в какой-то краткосрочной перспективе рынок должен был отскочить вверх.

— Как вы определяете момент, когда паническое движение рынка закончилось?

— Я думаю, что это некая комбинация опыта работы на рынке и какого-то врожденного чувства. Многие ва лютные трейдеры действуют, руководствуясь правилами, по которым если они теряют определенную сумму денег, то должны ликвидировать свою позицию. Такие решения не являются рационально принятыми в условиях конк ретной ситуации в данный момент, скорее это общие правила, которые устанавливаются заранее. Как можно определить момент, когда истощились последние про дажи? Это, вероятно, главным образом вопрос прошлого опыта, осевшего в вашем подсознании. В этом смысле то, что люди называют внутренним чутьем, вероятно, пра вильнее описать как подсознательный рыночный опыт.

— Каковы, по вашему мнению, характеристики по-настоящему превосходных трейдеров?

— Начнем с аналогии. Когда я учился в колледже, я считал, что люди, являющиеся по-настоящему умными, могут очень преуспеть, даже если не слишком утружда ют себя работой, а люди, которые по-настоящему упор но трудятся, могут также преуспевать, даже если они не слишком талантливы. Напротив, в торговле, я думаю, требуются оба элемента. Лучшие трейдеры, которых я знаю, чрезвычайно умные люди, и при этом они очень много работают — гораздо больше, чем все остальные.

Кстати, когда я говорю об упорной работе, я подразумеваю приверженность и сосредоточенность, и дело тут не в количестве часов, которые вы проводите на работе. Эти трейдеры чрезвычайно поглощены рынками — под завязку, если так можно сказать. Они разрабатывают сценарии, переоценивают сценарии, собирают информацию и переоценивают эту информацию. Они постоянно спрашивают себя: «Что я делаю правильно? Что я делаю неправильно? Как я могу сделать лучше то, что уже делаю? Как я могу получить больше информации?» Это какая-то одержимость.

— И что, такой вот анализ осуществляется все вре мя, пока вы бодрствуете?

— Безусловно. Некоторые профессиональные трей деры могут утверждать, что они отделяют свою лич ную жизнь от жизни на работе и могут полностью от ключаться во время уик-эндов. Я не верю этому ни се кунды. Я думаю, что когда они расслабляются на своих яхтах, на каком-то уровне они все равно сосредоточены на рынках.

— Я знаю, что вы любите играть в гольф. Когда вы выходите на поле, вы по-прежнему думаете о рынках?

— Вероятно, да. Лучшие трейдеры не жалеют о том, что они проводят так много часов на работе, и не задают

себе вопроса, стоит ли работать по выходным. Их приверженность делу нельзя заменить ничем.

— Когда вы беседуете с каким-нибудь кандидатом в трейдеры, как вы определяете, что у него есть такого рода приверженность?

— Иногда это очевидно. Например, во время ин тервью кто-нибудь может спросить вас: «А во сколько мне нужно приходить на работу утром?» По-моему, это очень дурацкий вопрос. Приходи в любое время, когда тебе кажется нормальным. «Как долго я должен оста ваться на работе после обеда?» Да уходи, когда захочешь. Я не собираюсь никому указывать, когда приходить, а когда уходить.

— Помимо ума и чрезвычайной приверженности, есть какие-либо другие качества, которые, по вашему мнению, важны для того, чтобы преуспеть в роли трей дера?

— Мужество. Недостаточно просто иметь понима ние, чтобы увидеть нечто такое, чего не видит осталь ная толпа. Вам также нужно иметь мужество, чтобы предпринимать необходимые действия и не отступать от них. Очень трудно большую часть времени быть не таким, как все остальные, что по определению и необхо димо делать тому, кто является успешным трейдером.

Многие люди думают, что торговлю можно свести к нескольким правилам: всегда делай то или всегда делай это. По-моему, торговля не имеет *общих* ситуаций, каждая ситуация по-своему конкретна.

Столь многие люди хотят получить выгоды, присущие преуспевающим трейдерам, не желая пройти через труд и боль. А боли здесь очень много.

— Что это за боль?

— Вы отказываетесь от многих вещей. Все здесь пос троено на компромиссах. Посреди ночи, когда все ос-

тальные спят, вы сидите перед компьютером, на экране которого бегут зеленые цифры, и умираете от боли, потому что рынок идет против вас. И вы не знаете, изменились ли какие-то фундаментальные факторы или, может быть, это просто бессмысленное краткосрочное движение. Это очень тяжелые моменты.

— Торговля является таким всепоглощающим элементом вашей жизни, включая и те бессонные ночные часы, которые бывают так регулярно. Не является ли эта страсть, как вы сами назвали ее чуть раньше, источником некоторых трений в вашей семье?

— Вовсе нет. Моя жена много лет занималась продажами облигаций в Goldman Sachs. Лично я считаю, что из нее получился бы очень хороший трейдер — у нее много нужных для этого черт характера, — но сама она торговать не хочет. Я не буду упрощать ситуацию, просто сказав, что она понимает меня, потому что это звучит пошло. Она более чем понимает — она полностью со мной, поддерживает меня, и, я думаю, она очень гордится тем, что я делаю.

— Почему вы торгуете?

— Мне нравится сама игра. Я считаю, что она бросает огромный вызов. И, кроме того, в этой игре легко вести счет.

— Даже с учетом того, что торговля поглощает большую часть вашего дня, не говоря уж о ночах, она все равно доставляет вам удовольствие?

— Огромное удовольствие! Она чертовски захватывающа, потому что каждый день все по-новому.

— А стали бы вы торговать, даже если бы не было денежного вознаграждения?

— Конечно. Я стал бы делать это даже бесплатно. Мне уже 36 лет, а я чувствую себя почти так, как если бы

еще не работал. Иногда я не могу поверить, что делаю все эти деньги всего лишь на том, что играю в некую воображаемую игру. С другой стороны, взглянув на все деньги, которые я сделал за эти годы, я чувствую, что мне здорово недоплатили.

Чем больше супертрейдеров я интервьюирую, тем больше убеждаюсь в том, что по меньшей мере до некоторой степени их успех можно приписать врожденному таланту. Билл Липшуц является тому замечательным примером. Его первое знакомство с торговой деятельностью произошло в виде учебной торговли во время изучения инвестиционного курса в колледже. Закончил его Липшуц, увеличив в конце этого курса гипотетические 100 тыс. долларов до невероятных 29 млн долларов. Хотя это достижение, конечно, надо считать условным, так как в нем не участвовали настоящие деньги, и правила эксперимента были весьма искажены из-за отсутствия реальных ограничений на леверидж, результаты, тем не менее, поразительны.

Первый опыт Липшуца в реальной торговле был вызван получением наследства в 12 тыс. долларов, которые он в течение 4-летнего периода постепенно увеличил до 250 тыс. долларов. Хотя кончилось тем, что он спустил весь этот счет из-за одной крупной ошибки, сильно перегрузив свою позицию, это нисколько не умаляет тех навыков, которые были необходимы, чтобы обеспечить стабильный рост его капитала на первом этапе.

Наконец, и это самое важное, несмотря на отсутствие какого-либо предварительного опыта работы на валютных рынках, Липшуц уже в первый год торговли на этих рынках добился значительной прибыли, а в последующие семь лет прибыль его была исключительно большой. Хотя он отказывается называть какие-то конкретные цифры, в течение восьмилетнего пребывания в фирме его торговля, по оценке, принесла Salomon Brothers более полумилларда долларов прибыли.

Сам Липшуц называет главными ингредиентами своего успеха напряженный труд и всепоглощающую приверженность рынкам. И хотя напряженный труд сам по себе недостаточен для того, чтобы стать великим трейдером, он, похоже, является важным ингредиентом успеха многих лучших трейдеров мира. Липшуц также считает, что важным ингредиентом торгового успеха являются высокие интеллектуальные способности. Однако следует отметить, что некоторые другие люди, которых я интервьюировал (например Виктор Сперандео), не разделяют этой точки зрения.

Темой, которая постоянно повторяется во многих моих разговорах с ведущими трейдерами мира, является их взгляд на рынок как на замечательную игру, а не на работу. Липшуц восторженно утверждает, что для него торговля является настолько увлекательной игрой, что если бы пришлось, он занимался бы ею даже бесплатно.

Урок, который следует извлечь из торгового стиля Липшуца, заключается в том, что не нужно сразу открывать или закрывать всю позицию целиком. Липшуц масштабируется и открывая, и закрывая практически все свои сделки. Кроме того, трейдерам можно дать такой здравый совет: избегайте соблазна быть всегда абсолютно правым. Например предположим, что вы убеждены в том, что рынок следует покупать, но цены уже значительно повысились. Во многих случаях, если сделка очень уж хороша, ожидание значительной реакции до открытия всей позиции может привести к тому, что вы целиком пропустите это движение. Однако, приняв план масштабирования — т. е. открыв часть предполагаемой общей позиции по текущей рыночной цене, а остальные части постепенно уменьшающимися долями, — вы обеспечите себе небольшую прибыль, если рынок продолжит расти, не неся при этом чрезмерного риска, который возник бы, если после большого непрерывного роста вы открыли бы всю позицию целиком.

В другом примере предположим, что вы имеете длинную позицию с большой прибылью и беспокоитесь, что рынок уже достиг вершины. Если вы закроете всю позицию, а рынок продолжит повышение, вы пропустите значительную часть общего движения. С другой стороны, если вы оставите всю позицию целиком, а рынок действительно достигнет вершины, вы, в конце концов, будете вынуждены отдать значительную часть заработанной прибыли. А используя подход с постепенным масштабированием сделки, вы хотя и не достигнете наилучшего возможного результата, но и не придете к наихудшему возможному результату. Кроме того, используя подход масштабирования при открытии и закрытии позиции, вы можете ограничивать полный размер позиции теми случаями, когда ваша уверенность в рынке и сделке является максимальной.

Другой урок, который следует вынести из этого интервью, заключается в том, что если у вас есть сильное убеждение в отношении сделки, и рынок совершает крупное движение из-за какого-то новостного события, то лучшим решением будет покупка по уже выросшим ценам (или продажа на упавшем рынке), как бы это ни было для вас тяжело. Идеальный пример этой идеи был представлен тем, как трейдер из группы Липшуца торговал на рынке после встречи «Большой семерки».

В книге *Market Wizards* Марти Шварц сделал наблюдение, что если сделка, о которой вы очень беспокоитесь, не оказывается настолько плохой, как вы боялись, не следует закрывать ее. Объясняется это тем, что если рынок не может развить движение в направлении, противоположном вашей позиции, то, вероятно, существуют некоторые очень мощные силы, толкающие рынок в направлении вашей первоначальной позиции (поскольку причины ваших страхов — фундаментальные и технические — разделяют, вероятно, и многие другие участники рынка). Прекрасный пример применения этого правила на деле был представлен в одной из еде-

лок, которой Билл Липшуц, по его признанию, испугался. В том примере у него в разгар резкого роста доллара была очень большая короткая долларовая позиция против немецкой марки, и он должен был ждать, пока откроется Токио, чтобы найти достаточную ликвидность для выхода из позиции. Однако к тому времени, когда токийский рынок открылся, доллар уже ослабел, позволяя ему легче выпутаться из этого сложного положения, и отсюда он сделал вывод, что ему не следует торопиться с выходом. Липшуц, будучи высококвалифицированным трейдером, отреагировал совершенно правильно и отложил ликвидацию свой позиции, вернув тем самым большую часть убытка.

И еще один момент мне показался особенно любопытным — то, что после более чем четырех лет стабильных торговых выигрышей на собственном счете Липшуц за несколько дней потерял практически весь свой капитал. По иронии судьбы этот убыток совпал с началом его работы в Salomon Brothers. Интересно, что, как было видно из интервью, он имел сильные возражения против того, чтобы одновременно торговать на личный счет и на счет компании. В результате ликвидация собственного счета удачно позволила ему избежать этого потенциального источника конфликта. В нашем разговоре Липшуц настаивал, что этот убыток был, вероятно, случайным, поскольку он в то время еще только стажировался и не осознавал, что может быть какой-то потенциальный конфликт интересов.

Несмотря на отказ Липшуца, я не могу не вспомнить об одном провокационном афоризме: «Каждый получает от рынка то, что хочет».* И я подумал, что, может быть, подсознательно Липшуц стремился избавиться от собственного счета, чтобы можно было полностью посвятить себя работе в Salomon Brothers. В любом случае, время этого большого убытка и его относительная

По словам Эда Сэйкоты в *Market Wizards*.

уникальность в торговой карьере Липшуца выглядят несколько парадоксально. И хотя эта интерпретация событий выглядит слишком смелой, верно одно: Липшуц действительно получил то, что хотел — замечательную работу, огромные торговые прибыли и отсутствие конфликта между его личной торговлей и торговлей на компанию.

ЧАСТЬ 3

Фьючерсы — такой разнообразный рынок

ФЬЮЧЕРСЫ — ПОНИМАНИЕ ОСНОВ

Сегодняшние фьючерсные рынки охватывают все крупнейшие рыночные группы мира: процентные ставки (например казначейские облигации), фондовые индексы (например S&P 500), валюты (например японская иена), драгоценные металлы (например золото), энергоносители (например сырая нефть) и сельскохозяйственную продукцию (например кукуруза). Хотя фьючерсные рынки обязаны своим происхождением сельскохозяйственным товарам, на этот сектор теперь приходится лишь 1/5 всей фьючерсной торговли. Появление и удивительный рост многих новых контрактов в течение последних двух десятилетий привели к тому, что на финансовые инструменты (валюты, инструменты с фиксированным доходом и фондовые индексы) приходится приблизительно 60% всей фьючерсной торговли (на рынки энергоносителей и металлов приходится примерно половина из остающихся 40%). Таким образом, хотя для характеристики фьючерсных рынков часто используется термин *товары (commodities),* он становится все более и более неуместным. Многие из наиболее активно торгуемых фьючерсных рынков не представляют товары в истинном значении этого слова, а многие товарные рынки не имеют соответствующих им фьючерсных рынков.

Примечание: эта глава была адаптирована из книги Джека Швагера *Market Wizards* (New York: New York Institute of Finance, 1989).

На протяжении последних двадцати лет торговый объем фьючерсов вырос невероятно. В 1991 году общий объем всех фьючерсов, торговавшихся в одних лишь Соединенных Штатах, превысил 263 млн. Если принять среднюю стоимость контракта равной по меньшей мере 40 тыс. долларов, что будет весьма консервативной оценкой, то общая денежная стоимость всех этих контрактов превышает 10 триллионов долларов! (Да, триллионов, а не миллиардов.)

Суть фьючерсного рынка заключается в самом его названии. Предметом торговли является стандартизированный контракт на биржевой товар — такой, как золото, или финансовый инструмент — такой, как казначейские облигации, с поставкой не сейчас, а на какую-то дату в будущем. Например, если производителю автомобилей нужна для текущих операций медь, он покупает материалы непосредственно у их производителя. Если же, однако, он беспокоится, что через шесть месяцев цены на медь могут значительно повыситься, то он может зафиксировать свои будущие издержки, купив фьючерсы на медь сейчас (такая компенсация риска изменения цены в будущем называется хеджем). Если цены на медь в течение этого периода повысятся, то прибыль от фьючерсного хеджа приблизительно скомпенсирует более высокую стоимость меди на момент фактической покупки. Разумеется, если цены на медь вместо этого понизятся, то фьючерсный хедж приведет к убытку, однако производитель сможет купить свою медь по более низкой цене, чем был готов заплатить.

В то время, как хеджеры, такие как описанный выше автомобилестроитель, участвуют на фьючерсных рынках с целью уменьшения риска неблагоприятного движения цены, трейдеры участвуют в них, стараясь получить прибыль от предполагаемого изменения цены. Многие трейдеры предпочитают в качестве своих торговых инструментов фьючерсные рынки, а не их наличные эквиваленты, по ряду причин.

1. *Стандартные контракты* — фьючерсные конт ракты стандартизированы (по количеству и качеству), поэтому трейдеру не нужно искать какого-то специаль ного покупателя или продавца для того, чтобы открыть или ликвидировать позицию.

2. *Ликвидность* — все крупные рынки обеспечивают блестящую ликвидность.

3. *Легкость открытия короткой позиции* — фьючер сные рынки одинаково легко обеспечивают открытие короткой и длинной позиции. Например, на фондовом рынке короткий продавец (который занимает акции для продажи) должен ждать появления восходящего тика цены, прежде чем сможет открыть позицию; на фьючер сных рынках таких ограничений не существует.

4. *Леверидж* — фьючерсные рынки предлагают огром ный леверидж (кредитное плечо). Как правило, первона чальное маржинальное требование составляет 5-10% от стоимости контракта. (Использование термина *маржа (margin)* на фьючерсном рынке весьма неудачно, пос кольку создает значительную путаницу с понятием мар жи у акций. На фьючерсном рынке маржа не означает частичного платежа, поскольку никакой физической передачи товара до даты истечения контракта не проис ходит; напротив, маржа является аналогом залогового обеспечения.) Хотя высокий леверидж является одним из преимуществ фьючерсных рынков для трейдеров, следует подчеркнуть, что леверидж — меч обоюдоост рый. Недисциплинированное использование левериджа является наиболее частой причиной, по которой боль шинство трейдеров теряет деньги на фьючерсных рын ках. В целом цены фьючерсов переменчивы не более, чем цены базовых наличных товаров или большинства акций. Репутация высокого риска возникла у фьючерсов главным образом из-за возможности использования ог ромного левериджа.

5. *Низкая стоимость осуществления сделок* — фью черсные рынки обеспечивают очень низкие операци-

онные издержки. Например, для управляющего фондовым портфелем гораздо дешевле уменьшить рыночный риск, продав на эквивалентную денежную сумму фьючерсные контракты на фондовые индексы, чем продав конкретные акции.

6. *Легкость закрытия позиции* — фьючерсную позицию можно закрыть в любое время в течение торговой сессии при условии, что торги не заблокированы восходящим или нисходящим лимитом изменения цены. (Некоторые фьючерсные рынки устанавливают максимально допустимое внутридневное изменение цены. В случаях, когда свободные рыночные силы будут стремиться достичь равновесия цены за пределами допустимого ценового диапазона, рынок просто доходит до такого лимита и, по существу, прекращает торговать.)

7. *Гарантии со стороны биржи* — фьючерсному трейдеру не нужно беспокоиться о платежеспособности своего контрагента по сделке. Все фьючерсные сделки гарантируются расчетной палатой биржи.

Поскольку по самой своей структуре фьючерсы тесно связаны со своими базовыми рынками (деятельность арбитражеров обеспечивает, чтобы отклонения цен были относительно невелики и существовали недолго), движение цен фьючерсов обычно происходит почти параллельно соответствующим изменениям цен наличных рынков. С учетом того, что большая часть торговли фьючерсами сконцентрирована в финансовых инструментах, многие фьючерсные трейдеры по существу являются трейдерами акциями, облигациями и валютами. В этом контексте комментарии фьючерсных трейдеров, проинтервьюированных в следующих главах, имеют непосредственное значение даже для тех инвесторов, которые никогда ничем, кроме акций и облигаций, не занимались.

РЭНДИ МАККЕЙ

ТРЕЙЛЕР-ВЕТЕРАН

Существует немного трейдеров фьючерсами, прошедших путь от открытия счета в несколько тысяч долларов до прибылей в десятки миллионов долларов. Тех, кто смог сохранить свои выигрыши, еще меньше. А если мы теперь добавим такое качество, как 20-летняя история в высшей степени последовательной прибыльности, мы сократим это число примерно до числа республиканцев, поддерживающих Тедди Кеннеди. Рэнди Маккей (Randy McKay) является одним из этих немногих людей (то есть последовательно успешных трейдеров — я не знаю, каковы его политические пристрастия).

Начало торговой карьеры Маккея совпало с рождением торговли валютными фьючерсами. Хотя сейчас фьючерсы на курсы валют стали одними из наиболее активно торгуемых фьючерсных рынков, в первые годы после своего появления это был практически неликвидный рынок. В те дни торговля валютными фьючерсами на бирже была настолько спокойной, что в списке ежедневной активности, осуществлявшейся в яме, торговля была, вероятно, на третьем месте после чтения газет и настольных игр. И все же, несмотря на то, что само выживание рынков валютных фьючерсов было в начале под сомнением, успех Маккея как трейдера никогда сомнений не вызывал. Несмотря на отсутствие активности, Маккей смог уже в

первый календарный год занятия этим бизнесом превратить свои первоначальные 2000 долларов в 70 000 долларов (фактически это был 7-месячный период времени).

Маккей продолжил свой успех, делая в каждом году больше денег, чем в предыдущем. Этот стереотип стабильного ежегодного увеличения прибыли был нарушен, когда Маккей решил переключиться с торговли в зале на торговлю дома. Он, однако, быстро приспособился и уже на второй год торговли из дома зарегистрировал свою первую прибыль, превысившую миллион долларов. Маккей продолжал увеличивать свои выигрыши каждый последующий год вплоть до 1986 года, когда он понес свой первый торговый убыток. До этого момента он в течение семи лет зарабатывал более миллиона каждый год.

На протяжении всей своей торговой карьеры Маккей получал прибыль по своему торговому счету 18 из 20 лет. Консервативная оценка суммы его общей прибыли составляет десятки миллионов. Маккей также управлял несколькими счетами для членов своей семьи и друзей. Два самых старых счета, открытых в 1982 году со стартовым капиталом в 10 тыс. долларов, принесли совокупную прибыль свыше одного миллиона долларов каждый.

Несмотря на свой огромный успех на рынках, Маккей ведет себя очень скромно. Вплоть до недавнего времени даже внутри самой отрасли о нем слышали лишь немногие, включая меня. Маккей, однако, решил вступить в мир управления капиталом, а этот переход требует, по меньшей мере, чуть более высокой общественной известности.

Это интервью было взято в офисе Маккея во время торговой сессии. Хотя Маккей в ходе интервью отвлекался на торговлю, он, казалось, был полностью сосредоточен на нашей беседе, за исключением тех моментов, когда он принимал фактические торговые решения. Маккей показался мне чрезвычайно открытым в вопросах о своем личном опыте и своем мыслительном процессе в отношении рынков.

— Как вы впервые познакомились с этим бизнесом?

— В 1970 году я вернулся с военной службы во Вьет наме...

— Прежде чем вы продолжите, позвольте спросить, вас призвали или вы пошли добровольцем?

— Меня призвали. Когда я учился на втором курсе колледжа, я научился играть в бридж и буквально поме шался на этой игре. Я играл день и ночь и пропускал все занятия. Мои прогулы привели к тому, что я получил шесть «неудов». Меня исключили за неуспеваемость, и я был немедленно призван в морскую пехоту.

— Я не знал, что в морскую пехоту направляли по призыву.

— Как правило, так не делалось. Однако было два ме сяца в 1968 году — апрель и май, — когда им разрешили взять 8 тысяч призывников.

— Вы не пытались открутиться от призыва?

— Этот призыв не был для меня неизбежным. Мой отец был полковником резервистов, и он легко мог най ти мне какую-нибудь непыльную работенку в резерве.

— Почему же вы тогда сделали такой выбор?

— В то время я полагал, что служба является моим долгом. Думаю, я был слишком консервативным. Я счи тал, что если пользуюсь правами американского гражда нина, то должен нести и обязанности.

— У вас были в то время какие-то личные мнения по поводу войны?

— Я думал, что эта война была глупой, но считал, что коль скоро мы сами избрали своих лидеров, теперь они принимают обязательные для нас решения.

— Вы говорите об этом так, как если бы это было де лом гражданской ответственности.

— Именно так я и думал *до* Вьетнама. Во время и пос ле войны мои чувства серьезно изменились.

— Каким образом?

— Одним из ощущений, которые останутся со мной навсегда, было нахождение в карауле, что время от време ни приходилось делать всем вне зависимости от выпол няемой работы. Я иногда слышал шум в кустах и думал: «Что это?» Конечно, наихудшей вероятностью было, если бы это подбирался враг, чтобы попытаться меня подстре лить. Я, бывало, думал про себя: «Это враг; я очень хо чу убить его». Затем я думал о том, кто же там действи тельно находится. Это был, вероятно, такой же молодой парнишка, как и я. Меня лично он не ненавидел, он лишь выполнял то, что велели ему делать командиры — как и я. И я, помню, думал: «Что же это такое? Ведь он такой же молодой парень, так же испуганный, как и я, и он пытает ся убить меня, а я пытаюсь убить его».

Я начал понимать, что война — это сумасшествие. Ведь не было ни малейшего смысла в том, что страны пытаются урегулировать политические разногласия, посылая своих детей убивать друг друга, и тот, кто убьет больше народу, получит взамен кусок земли. Чем больше я находился во Вьетнаме и чем более личный характер приобретал мой опыт, тем более отчетливо я начинал понимать, что война — это сумасшествие.

— Это звучит так, как если бы война сделала из вас пацифиста.

— Во многом так оно и есть.

— А как остальная часть вашего подразделения? Были какие-то преобладающие настроения в отноше нии войны?

— Чувства у нас были самые разнообразные, но боль шинство склонялось скорее на сторону «ястребов». Боль шинство из них думало, что дело наше правое, что мы

находились там, чтобы помочь освободить этих людей от коммунизма. Я не знаю, они просто пытались себя в этом убедить или действительно верили в это по-настоящему.

— А вы не ссорились из-за различий в ваших убеж дениях?

— Я старался избегать этого. Вы должны помнить, что морские пехотинцы почти все были добровольца ми, значит, люди, которые там находились, верили в то, что они делали. Прошлое их очень сильно отличалось от моего. Лишь немногие из них получили высшее обра зование. Кое-кто вышел из уличных банд. А некоторые очутились там даже потому, что судья предоставил им выбор между тюрьмой и отпущением на поруки при ус ловии, что они отправятся воевать.

— Вы чувствовали себя не на своем месте?

— Я чувствовал себя очень не на своем месте. Я слу жил в артиллерийском подразделении. Каждый час мы получали сводки погоды, которые должны были исполь зовать для расчета сложного коэффициента поправки. Мы заполняли специальную форму, указывая направ ление и скорость ветра, плотность воздуха, температуру, вращение Земли и другие факторы, а затем производи ли математические расчеты с целью получения итогово го коэффициента. Каждый раз, когда поступала сводка погоды, у нас происходило что-то вроде игры, где нужно было как можно быстрее рассчитать этот коэффициент. До меня рекорд скорости составлял девятнадцать секунд. На второй день своего пребывания там я побил рекорд и в конечном счете снизил время до девяти секунд. Я ду мал, что это было страшно весело, и совсем не понимал, что тем самым наживал себе кучу врагов.

Люди, служившие там, предпочитали, чтобы новички были невежественными, чтобы они могли чувствовать, что помогают им подтянуться. А тут появился я, тоже новичок, но из колледжа и при этом делаю все луч-

ше и быстрее, чем они сами. В первые же четыре месяца я получил три повышения по службе, что у морских пехотинцев было делом неслыханным. И все это получалось как-то нехорошо. Потребовалось какое-то время, но в конце концов я понял, что статус умника из колледжа приносит мне гораздо больше вреда, чем пользы. И я постарался больше смешаться с коллективом, хотя и с умеренным успехом.

— А бывали ли ситуации, когда ваше подразделение оказывалось непосредственно под огнем?

— Да, конечно. Нас обстреливали из гаубиц и ракет почти через день, кроме того, бывали десятки случаев, когда нам приходилось сражаться врукопашную с сол датами, пытавшимися захватить наши позиции. Однако в основном самую большую опасность представляло то, что артиллерийские подразделения были главной целью для северовьетнамских войск и Вьетконга.

— Какова была эмоциональная реакция на переход от цивилизованной жизни к ситуации, где ваша жизнь почти ежедневно подвергалась опасности?

— Таких реакций у человека две. Первая — страх. Помню, как мы высадились из самолета в Дананге, вок руг стояла пальба, и нас быстро засунули на заднее сиде нье джипа. Пока мы ехали в базовый лагерь, непрерыв но слышались выстрелы. С собой у нас было оружие, но раньше нам стрелять в людей не приходилось. Я был совершенно напуган.

А через несколько месяцев главным чувством стал не страх, а тоска. После того, как вы привыкаете к мысли, что вас могут убить, вы оказываетесь перед лицом 16-часового рабочего дня в абсолютно ужасных условиях. То стояла 40-градусная жара при страшном пыльном ветре, то во время сезона муссонов вы оказывались по колено в грязи и замерзали, даже если температура была 10-15 градусов.

— То есть через некоторое время страх рассеялся?

— Страх есть всегда, но к нему привыкаешь. Бывало даже так, что бой становился почти желанным, потому что помогал развеять тоску. Я не хочу, чтобы это звуча ло как какая-то чепуха — некоторые из моих друзей бы ли убиты в этих боях или потеряли руки или ноги, — но после нескольких месяцев тоска стала гораздо большей проблемой, чем страх.

— Вам случалось бывать в рукопашном бою, где вы знали, что кого-то убили сами?

— И да, и нет. Я знаю, что убивал людей, но не было таких конкретных примеров, чтобы я выстрелил, и кто-то упал. Перестрелка — это совсем не то, что показывают по телевизору. Вы не стреляете одиночными в какие-то конкретные цели, а просто ставите винтовку на автома тический огонь и разбрасываете во все стороны как мож но больше свинца. Я знаю, что убивал людей из своей винтовки, и, конечно, теми снарядами артиллерийскими, которые направлял, но, к счастью, мне не довелось пере жить зрелища, когда человек истекает кровью и умирает от моей пули. И я очень благодарен за это. Мне сих пор снятся кошмары, но уверен, что кошмары мои были бы гораздо хуже, случись мне такое пережить.

— Кошмары из-за того, что вы были орудием смер ти или потому что вы подвергались угрозе смерти?

— Кошмары из-за угрозы смерти. Я по сей день вижу один кошмар, в котором за мной гонятся люди с вин товками. Ноги мои вязнут, я не могу бежать достаточно быстро, и они меня настигают.

— Когда вы были во Вьетнаме, думали ли вы, что останетесь в живых?

— Я думаю, что в такой ситуации всегда придержи ваешься оптимистичной точки зрения. Я считал, что, конечно, выживу, но многим из моих друзей это не уда-

лось. Я знаю, что такое могло случиться и со мной. Но вы не можете целый год испытывать приступы волнения каждые тридцать секунд. В конечном счете, ум ваш заставляет вас привыкнуть к мысли о том, что вы можете умереть или потерять ногу, и вы живете дальше.

— Как изменил вас вьетнамский опыт?

— Главное изменение заключалось в том, что я превратился из человека, соблюдающего правила, в самостоятельно мыслящую личность. Когда я осоз нал, что руководители нашей страны не всегда хоро шо понимают, что они делают, я стал гораздо более независимым.

—С учетом того, что вы выбрались из Вьетнама целым и невредимым, какой полезный опыт, по вашему ретроспективному мнению, вы оттуда вынесли?

— Полезным опытом были военная дисциплина и понимание того, что война — это сумасшествие. В ос тальном эти два года, в общем, пропали зря. Мы, быва ло, пускались в философские споры с одним из членов подразделения по корректировке огня. Я доказывал, что предпочел бы проспать эти два года, а затем пробудить ся, чем так вот пройти через весь этот опыт. Он утверж дал, что опыт стоил того, чтобы его пережить.

— А что вы сейчас думаете?

— То же самое. Я считаю, что эти два года из моей жизни просто украли. Когда я был во Вьетнаме, то все остальное для нас называлось словом «мир»: «Что про исходит *в мире?»* «Я хочу вернуться *в мир».* Мы считали, что нас забрали не просто из дома и от наших друзей, но и вообще из всего мира. Это было так, как если бы мы очутились в другом измерении.

— Я думаю, что день, когда вы уехали оттуда, был одним из лучших дней в вашей жизни.

— Безусловно! Я никогда не забуду этого чувства. Мне досталось место у окна. Когда я видел, как взлетная полоса в Дананге удаляется все больше и больше, я чувс твовал, что лечу прямо на небеса.

— Боюсь, что мы немного отклонились от темы. Прежде чем я перебил вас, я спросил, как вы стали трейдером.

— Поскольку до отъезда во Вьетнам я не окончил кол ледж, мне нужна была работа, которая позволила бы мне одновременно продолжить свое образование. Мой брат Терри был брокером торгового зала на Чикагской товар ной бирже *(Chicago Mercantile Exchange, CMS)*. Он устроил меня на работу посыльным в торговом зале, что позво ляло мне работать по утрам, а после обеда посещать кол ледж и заниматься по вечерам. Я проработал посыльным пару лет, не имея абсолютно никакого намерения зани маться впоследствии этим делом или вообще каким-либо бизнесом. Я учился на врача-психолога.

— Очевидно, что в какой-то момент ваше настрое ние изменилось. Что произошло?

— В 1972 году, как раз в то время, когда я оканчи вал колледж, CME открыла у себя новое подразделе ние— международный валютный рынок *(International Monetary Market, IMM)* для торговли валютами. В то время места на CME продавались по 100 тыс. долларов, что примерно равно нынешним 500 тыс. долларов. Цена такого места была для меня настолько астрономической величиной, что возможность стать трейдером торгово го зала не представлялась мне даже отдаленно. Но когда было открыто подразделение IMM, они, стремясь пос корее заполнить торговые ямы, продавали места в нем только лишь по 10 тыс. долларов. Они также раздали всем своим старым членам несколько мест на IMM бес платно. Будучи членом биржи, мой брат получил одно из таких бесплатных мест. Ему оно тогда не особенно

было нужно, и он спросил меня, не хотел бы я временно им попользоваться.

Работая в торговом зале, я начал интересоваться механикой рынка. Мне всегда нравилось иметь дело с числами и играть в разные стратегические игры, такие как бридж и шахматы. Мне нравилось смотреть, как колеблются цены, и пытаться предсказать рынок. Я подумал, что торговля может оказаться интересным занятием.

— Вы сказали, что учились, чтобы стать профессио нальным врачом-психологом. Видите ли вы какую-ни будь связь между психологией и рынками?

— Собственно говоря, да. Пока я в течение тех двух лет работал в торговом зале, я понял, что цены двига ются в зависимости от психологии людей, которые тор гуют. Вы могли воочию видеть на рынках возбуждение, жадность и страх. Я нашел, что очень интересно следить за настроениями клиентов и смотреть, как их эмоции превращаются в ордера и, в конечном счете, в движение цен на рынке. Я был совершенно очарован этим процес сом. И я решил принять предложение брата. Он дал мне право пользования своим местом и одолжил мне 5000 долларов. Я положил 3 тыс. в банк, чтобы жить на эти деньги, а 2 тыс. использовал в качестве торгового счета.

— Насколько я помню, валютные фьючерсы не очень активно торговались в первые пару лет.

— Совершенно верно. В первые несколько недель торговля контрактами шла довольно активно, но когда новизна их потускнела, ликвидность рынка практичес ки истощилась. В попытке поддержать рынок на пла ву президент биржи Лео Меламед, тот самый, который придумал валютные фьючерсы и возглавил их введение, каждый день задерживал трейдеров в ямах фьючерсов крупного рогатого скота после того, как эти рынки за крывались, и уговаривал их торговать в валютной яме. В результате весь день рынки валютных фьючерсов бы-

ли абсолютно мертвы, но затем происходил небольшой всплеск активности после закрытия рынков крупного рогатого скота. Большую часть дня, однако, мы просто сидели и играли в шахматы и нарды.

— А как вам вообще удавалось торговать на рынке во время этих лет минимальной ликвидности?

— От некоторых брокерских домов поступало не много лимитных ордеров (ордеры покупки или про дажи *с* указанием конкретной цены исполнения). В те дни цены еще по старинке писались на меловой доске. Если я видел, что кто-то покупает все предложения по швейцарскому франку, я покупал предложения по немецкой марке. Я не имел, однако, ни малейше го представления о том, в каком направлении может пойти общий рынок. В среднем я проводил две сделки в день.

— Это выглядит не слишком внушительно. С уче том очень ограниченной ликвидности рынка, сколько вы зарабатывали своей торговлей?

— Валютные торги начались в мае 1972 года. К концу этого календарного года я сделал 70 тыс. долларов, что было сверх самых диких моих мечтаний.

— Удивительно, что вы смогли сделать так много на таком на неактивном рынке.

— Так оно и есть. Частично это объясняется тем, что неэффективность цены в те дни была очень велика из-за страшного невежества в отношении валютных рынков. Например, мы даже не знали, что банки торговали на форвардных валютных рынках, которые по сути были точным эквивалентом фьючерсов.

— Продолжился ли ваш успех после того первого года? Были ли у вас какие-то судьбоносные сделки во время первых лет торговли?

— Я читал другую вашу книгу *(Market Wizards)*. Я глубоко уважаю многих трейдеров, которых вы проинтервьюировали. Многие из них рассказали о том, что им пришлось два-три раза разориться, прежде чем они смогли добиться успеха. У меня не было такого опыта. Не хочу выглядеть самонадеянным, но успеха в торговле я добился с самого начала. А поворотным пунктом для меня стала сделка, которая перевела меня из трейдера, торгующего по 20—40 лотов, в трейдера, торгующего сотнями контрактов.

В 1976 году британское правительство объявило, что не позволит фунту торговаться выше уровня 1,72 доллара. Они были озабочены тем, что сильный фунт приведет к увеличению импорта. В то время фунт торговался где-то в районе 1,65. К моему удивлению, рынок отреагировал на это объявление, немедленно подскочив до 1,72 доллара. Затем фунт снова упал до 1,68 и снова подскочил до 1,72 доллара. Каждый раз, когда он достигал 1,72 доллара, он падал назад, но каждый раз на все меньшую и меньшую величину. Ценовой диапазон постепенно сокращался до тех пор, пока фунт не стал торговаться очень узко прямо чуть ниже уровня 1,72 доллара.

Большинство людей, которых я знал, говорили: «Ему не позволят подняться выше 1,72 доллара. Мы можем продавать его совершенно спокойно. Это сделка, совершенно лишенная риска». Я же смотрел на вещи по-другому. Для меня рынок выглядел так, как если бы он был ограничен восходящим лимитом. (На многих фьючерсных рынках максимальное внутридневное изменение цены ограничивается определенным лимитом. Под «восходящим лимитом» (limit-up) понимается повышение цены до этой величины. Когда естественная равновесная цена рынка располагается выше этой лимитной цены, рынок *блокируется* на этом лимите — т. е. торговля фактически прекращается. Причина этого в том, что на уровне лимитной цены существует большое количество покупателей, но почти отсутствуют продавцы.)

Я чувствовал, что раз правительство объявило, что не собирается пустить цену выше определенного уровня, а рынок при этом не упал, это указывало, что должен существовать огромный спрос. И я сказал себе: «Это, должно быть, та самая единственная в жизни возможность». До этого времени самая большая позиция, которую я когда-либо открывал, составляла 30-40 контрактов. Я открыл длинную позицию по британскому фунту на 200 контрактов.

Хотя умом я был убежден, что прав, я был ужасно, до смерти напуган, потому что эта позиция была гораздо больше, чем все, чем мне приходилось торговать ранее. В те дни не было Reuters или какой-то другой подобной службы, предоставляющей наличные рыночные котировки по валютам. И я так нервничал из-за этой своей позиции, что каждый день просыпался в пять утра и звонил в Банк Англии, чтобы получить котировку. Я бормотал им что-нибудь о том, что я трейдер из Citibank или Harris Trust, и мне срочно нужна котировка. Обычно я разговаривал с каким-нибудь клерком, который думал, что я важная шишка, и давал мне котировки.

Как-то утром я позвонил из кухни у себя дома, и когда спросил клерка о котировке, он ответил: «Фунт стоит 1,7250 доллара». Я сказал: «Что? Вы имеете в виду 1,7150 доллара, не так ли?» «Нет, — ответил он. — 1,7250 доллара».

И я понял, что вот оно, случилось. К тому времени я вовлек в эту сделку своего брата и ряд друзей и был так взволнован, что позвонил им всем, чтобы сообщить эту новость. Я был настолько уверен в сделке, что даже прикупил еще несколько контрактов для себя. А затем просто сидел и смотрел, как рынок мчится вверх до уровня 1,90 доллара.

— Сколько потребовалось рынку, чтобы подняться на такую высоту?

— Три или четыре месяца.

— А у вас не было соблазна раньше зафиксировать прибыль?

— После того, как рынок пробил уровень 1,72 доллара, как будто вода прорвала дамбу. Я знал, что впереди будет большое движение.

— Почему вы решили, что 1,90 доллара — это правильный уровень для выхода?

— Я подумал, что, поскольку это круглое число, там будет сильное психологическое сопротивление. Кроме того, уровень 1,90 доллара был важной точкой на графиках при предыдущем движении вниз.

День, когда я закрыл позицию, был одним из самых волнующих дней моей жизни. Всего мне нужно было продать 1400 контрактов, поскольку я затащил в эту позицию всех, кого только знал. Тем утром казалось, что весь мир покупает, включая арбитражеров. Я направился в яму и начал выбивать все биды. Всего мне потребовалось примерно 45 минут. Я был так взволнован, что ошибся и продал на 400 контрактов больше, чем было нужно. Когда влияние моей продажи, наконец, достигло банковского рынка, фунт рухнул примерно на сотню пунктов. В итоге и на этих 400 контрактах я тоже сделал деньги.

— Какая часть этих 1400 контрактов была вашей собственной позицией?

— Примерно 400 контрактов.

— А сколько вы в итоге заработали на этой сделке?

— Примерно 1,3 млн долларов.

— Насколько я понимаю, до этого момента ваша максимальная прибыль была ниже 100 тыс. долларов.

— Правильно. Но самое важное в этой сделке было то, что она превратила меня в трейдера, работающего с сотнями лотов. Одной из моих целей в то время было

как можно быстрее стать крупным трейдером, потому что я чувствовал, что бизнес шел очень уж легко, и так не могло продолжаться до бесконечности. К счастью для меня, я понял это тогда, потому что торговля сейчас гораздо более трудна, чем она была в то время.

— Вы имеете в виду понимание того, что тогда были по-настоящему хорошие дни для работы на рынке?

— Правильно. Многие из людей, которых я знал, тратили деньги так же быстро, как делали их, исходя из того, что смогут и дальше до бесконечности делать такую же прибыль. Напротив, я полагал, что когда-нибудь таких возможностей больше не останется.

— И когда же все изменилось?

— Рынки начали становиться труднее в 1980-х годах. Высокая инфляция 1970-х привела к сильному движению цен и активному участию публики в работе рынков. Тенденция к снижению инфляции в 80-е годы означала, что крупных движений будет меньше, и что движения цен будут иметь тенденцию становиться более беспорядочными. Кроме того, все чаще и чаще цена начинала двигаться вниз, что приводило к снижению активности публики, потому что публика всегда любит длинные позиции. Поэтому в результате на рынке оказывалось все больше и больше профессионалов, торгующих друг против друга.

— А как обстоят дела сегодня (в 1991 году — прим. пер.), **когда доля профессионалов в общей торговой активности стала еще больше, а темпы инфляции остаются низкими? Стала ли торговля еще более трудной?**

— Торговля не только стала гораздо более трудной, но она также изменилась. В 1970-е годы движения цены были настолько большими, что все, что вам требовалось сделать, это успеть открыть позицию. Выбор

времени не имел такого критического значения. Теперь уже недостаточно исходить из того, что, коль скоро вы торгуете в направлении тренда, вы сделаете деньги. Конечно, вам по-прежнему нужно следовать тренду, потому что это увеличивает шансы в вашу пользу. Но вы также должны уделять гораздо больше внимания тому, когда вы выходите на рынок и когда уходите с него. Я бы сказал так: в 1970-е годы на прогноз приходилось 90%, а на исполнение — 10%, а сегодня на долю прогноза приходится только 25%, а на правильное исполнение — 75% успеха.

— Вы дали хороший пример прогноза в сделке по британскому фунту, о которой рассказали ранее. Но не могли бы вы обобщить ваш подход к предсказанию цен?

— Я слежу за поведением рынка, используя в качес тве точки отсчета фундаментальные факторы. Я не ис пользую эти фундаментальные факторы в общеприня том смысле. То есть я не думаю: «Предложение слишком велико, и рынок пойдет вниз». Я скорее смотрю на то, как рынок реагирует на эту фундаментальную инфор мацию.

— Приведите мне конкретный пример.

— На протяжении последнего года или, может, двух лет мы переживали жестокую рецессию — вероятно, худшую, чем признает правительство, — худший упа док рынка недвижимости со времен Великой депрессии, а также войну. Кроме того, рынок должен был быть осо бенно уязвимым после девятилетнего роста. Но эти от рицательные факторы не смогли привести к значитель ному падению рынка, и мы по-прежнему торгуемся чуть ниже исторических максимумов. Тот факт, что фондо вый рынок оказался значительно сильнее, чем должен был быть, говорит мне, что, по всей вероятности, он пойдет вверх.

— Не могли бы вы привести мне другой пример?

— Накануне начала воздушной войны США против Ирака золото торговалось вблизи критически важного уровня 400 долларов. В ту ночь, когда наши самолеты начали атаковать, золото на дальневосточных рынках повысилось с 397 долларов до 410, а вечером закрылось на уровне примерно 390 долларов. Таким образом, золо то пробилось через критический уровень 400 долларов, начав рост, которого все ожидали, но завершило вечер значительно ниже, несмотря на тот факт, что Соединен ные Штаты только что вступили в войну. На следующее утро рынок открылся со значительным понижением и в последующие месяцы продолжил движение вниз.

— Есть еще какие-нибудь примеры?

— В течение прошлого лета цены на сою торговались на относительно низких уровнях, чуть ниже 6 долларов. В ближайшей перспективе мы ожидали засуху в разгар приближавшегося сезона роста, и, кроме того, происхо дило значительное улучшение отношений с Советским Союзом, что увеличивало шансы на рост продаж зерно вых в эту страну. Продажи на экспорт и угроза засухи всегда были двумя главными факторами повышения цен. Здесь же у нас в одно и то же время имели место оба этих фактора, а цены оставались на относительно низ ких уровнях. Соя не только не смогла достичь чего-то большего, чем краткосрочный умеренный рост, но цены даже немного опустились. В этом контексте недавнее па дение цены до уровня 5,3 доллара было почти неизбеж ным. Если цены не могли продолжить свое повышение в условиях ожидания больших экспортных поставок в Советский Союз и угрозы засухи, то что могло заставить рынок расти?

— Помимо сделки по британскому фунту, о которой мы поговорили ранее, какие еще сделки выделяются в вашей 20-летней карьере особенно?

—Одной из моих любимых сделок была короткая продажа канадского доллара с уровня примерно 85 центов до менее 70 центов в начале 1980-х годов. До последнего времени канадское правительство не проводило агрессивных интервенций в поддержку своей валюты. В очевидные моменты (например, 120 по отношению к доллару США, 130, 140) оно, конечно, в течение нескольких дней проводило интервенции, а затем отпускало канадский доллар в свободное плавание. Это было очень легкое движение. Я держал от 1000 до 1500 контрактов на протяжении почти всего этого снижения, продолжавшегося пять лет.

— Послужил ли тот факт, что правительство про водило интервенции с целью поддержки канадского доллара, подкреплением этой сделки? Иными словами, не пытаетесь ли вы торговать в направлении, противо положном интервенциям центральных банков?

— Безусловно. Конечно, нужно проявлять осторож ность в ситуациях, где интервенция может быть очень сильной. Но, как я говорил, в то время интервенции в поддержку канадского доллара не были сильными. Эта государственная политика, однако, в процессе движения цены, о котором я рассказываю, изменилась.

В конце концов канадский доллар опустился до 67 центов. Затем однажды он открылся сразу на 120 пунктов выше. На следующий день он открылся еще на 120 пунктов выше. Мои прибыли в каждый из этих дней уменьшались более чем на 1 млн долларов, что несколько пробудило меня от спячки. На третий день Reuters опубликовало сообщение, в котором цитировало премьер-министра Малруни, и там было сказано примерно следующее: «Мы не позволим чикагским спекулянтам определять стоимость нашей валюты. Наша валюта солидная, и мы не позволим ей обесцениться из-за кучки шулеров». Вот так.

— Как я понимаю, в этот момент вы вышли из иг ры?

— Верно. На этом все и закончилось. Когда сделка шла легко, я хотел в ней оставаться, а когда все измени лось, я захотел выйти. Это часть моей общей философии торговли: я стремлюсь ухватить наиболее легкую часть.

— Как вы определите эту «легкую часть»?

— Это основная часть движения. Обычно в начале движения цены торговать трудно, потому что вы не уве рены, правы ли вы в отношении тренда. В конце тоже трудно, потому что люди начинают забирать прибыль, и рынок становится очень неустойчивым. А вот середина движения и есть то, что я называю легкой частью.

— Иными словами, меньше всего вас интересуют разворотные точки рынка.

— Правильно. Я никогда не пытаюсь купить на дне или продать на пике. Даже если вам удается поймать дно, рынок может годами болтаться на этом уровне, связывая ваш капитал. Вам совершенно не нужна эта позиция до тех пор, пока не начнется движение. Нужно ждать, когда движение наберет скорость, и только тогда выходить на рынок.

— Т. е. вы считаете, что многие трейдеры соверша ют ошибку, когда тратят слишком много усилий, пыта ясь купить на дне и продать на пике?

— Совершенно верно. Они пытаются навязать рын ку свое собственное мнение относительно того, что про изойдет. Правильнее было бы следить за движением рынка.

— Ранее вы говорили о том, что стараетесь играть против интервенций центральных банков. Давайте по говорим о ситуациях, в которых такая интервенция яв ляется очень сильной. В ноябре 1978 года план Картера по спасению доллара, который был объявлен во время уик-энда, вызвал за ночь огромное падение иностран-

ных валют. Насколько я понимаю, вы как трендовый трейдер, должно быть, имели накануне этого объявления длинную позицию.

— У меня была огромная длинная позиция, но я ликвидировал большую ее часть на неделю раньше.

— Я не понимаю. Что заставило вас ликвидировать часть позиции? Насколько я помню, заранее признаков какой-либо слабости не было.

— Восходящее движение замедлялось, а не ускорялось. Слабость рынка можно увидеть, даже когда цены продолжают идти вверх и достигают новых исторических максимумов. У меня была длинная позиция и по немецкой марке, и по британскому фунту. Я продал позицию по немецкой марке и оставил британский фунт.

— Можете ли вы описать, какой была ваша реакция в понедельник утром, когда рынки открылись со значительным падением?

— Я знал, что рынок откроется с резким падением задолго до открытия. Мне очень повезло, что я смог продать пару сотен контрактов на фьючерсных рынках, блокированных нисходящим лимитом. (Поскольку спот-рынок торговался значительно ниже допустимого для фьючерсов внутридневного лимита снижения, на цене нисходящего лимита скопилось множество продавцов, но практически не было покупателей. Рынок оказался заперт нисходящим лимитом. Предположительно, на открытии оказалось несколько ордеров на покупку со стороны наивных трейдеров, которые не понимали, что цены спот-рынка соответствуют еще двум дням нисходящего лимита фьючерсов, и именно эти ордера частично покрыли ордер Маккея на продажу.)

Я ликвидировал остальную позицию на банковском рынке, который упал примерно на 1800 пунктов (эквивалент приблизительно трех дней с нисходящим лимитом у фьючерсов).

— Вы просто согласились на убыток в 1800 пунктов в же первый день?

— Конечно.

— Был бы убыток больше, если бы вы подождали до тех пор, пока фьючерсный рынок не станет торго ваться свободно?

— Он был бы немного хуже.

— В катастрофических ситуациях, когда неожидан ное новостное событие вызывает блокирование фью черсов на внутридневном лимите, а наличный рынок мгновенно передвигается на расстояние, эквивалент ное нескольким лимитным дням у фьючерсов, счита ете ли вы, что лучше выйти с рынка немедленно, а не ждать до тех пор, пока фьючерсный рынок не начнет торговаться свободно?

— Есть один принцип, которому я следую и кото рый никогда не позволяет мне даже принимать такое решение. Когда я несу на рынке убытки, я сразу же вы хожу с него. Совершенно неважно, где торгуется рынок. Я просто выхожу, потому что считаю, что раз рынок причинил вам ущерб, ваши решения будут значитель но менее объективны, чем когда дела идут у вас хоро шо. Я считаю, что поступил правильно, даже если бы рынок в тот день взлетел на 1800 пунктов и закрылся с повышением. Если вы цепляетесь за рынок, когда он сильно идет против вас, раньше или позже вас вынесут ногами вперед.

— И сколько же вы потеряли во время того ночного падения?

— Примерно 1,5 млн долларов.

— Думаю, на то время это был ваш самый большой убыток.

— Так и было.

— Можете ли вы описать, какие эмоции вы тогда ис пытывали?

— До тех пор, пока вы держите открытую позицию, существует огромное волнение. А как только вы выхо дите, то начинаете забывать об этом. Если вы не сможете выбросить это из головы, вы не сможете торговать.

— Какие еще сделки в вашей карьере выделяются по той или иной причине?

— Мы говорим и о выигрышных, и о проигрышных?

— Конечно.

— *(Смеется)* В 1979 году я пропустил гигантский рост золота, который завершился в начале 1980 года. Я ужас но переживал из-за того, что упустил это движение.

— Не могли бы вы рассказать мне, почему упусти ли его?

— Рынок от меня просто убежал. Каждый день я ду мал: «Эх, если б я купил вчера, сегодня все было бы хоро шо». Но у меня была двойная проблема. Во-первых, это было величайшее движение цены в истории биржевых товаров, и я его пропускал. Во-вторых, деньги, которые у меня лежали в банке, постоянно теряли стоимость из-за инфляции, и из-за этого я ужасно переживал. В конце концов я купил-таки золото как раз в тот день, когда оно достигло своего максимума. Я купил 50 контрактов. На следующий день рынок открылся на 150 долларов ниже, я потерял 750 тыс. долларов. Но я испытывал такое об легчение от того, что пытка эта, наконец, закончилась, что мне было совершенно наплевать на деньги, которые я потерял. Я буквально молился, чтобы рынок открылся с понижением.

— То есть, по существу, вы открыли длинную пози цию, просто чтобы прекратить эти муки.

— Совершенно верно.

— Это выглядит так, как если бы боль от того, что вы пропускаете движение, была гораздо сильнее боли от реальных убытков.

— Так оно и было — по крайней мере, в первые 10-12 лет моей работы на рынках. Я надеюсь, что теперь стал несколько более зрелым и больше таких чувств не испы тываю.

— Что вы вынесли из этого опыта?

— Я осознал, что нужно больше беспокоиться о тех движениях, в которых вы участвуете, чем о тех, которые пропускаете. Я не всегда это понимал. В те дни, когда у меня была маленькая позиция, а не большая, я факти чески надеялся, что рынок откроется против меня.

— Есть ли еще какие-нибудь выдающиеся сделки, где вы потеряли? Например, каким был ваш самый большой убыток?

— Мой самый большой убыток... *(Смеется, пока медленно повторяет эту фразу, как бы прокручивая ее в уме)* В 1988 году я был очень по-бычьи настроен в от ношении канадского доллара после того, как он про бил уровень 80 центов. Я начал постепенно наращивать большую позицию до тех пор, пока она не достигла двух тысяч контрактов.

— Что вызвало у вас такое бычье настроение?

— У меня всегда очень хорошо получалось с канадс ким долларом. Рынок находился в чрезвычайно сильном бычьем движении и только что пробил психологически важный уровень 80 центов. Я просто был очень уверен в том, что рынок пройдет вверх гораздо дальше.

Я рассчитывал, что эта сделка станет моей предпоследней. Когда я только начинал работать в этом бизнесе, я поставил себе цель сделать на рынке 50 млн долларов. Я хотел положить 25 млн долларов на банковский счет так, чтобы мог с комфортом жить на проценты,

а еще 25 млн долларов оставить на развлечения — ну, скажем, купить газету или бейсбольную команду (в те дни на эти деньги вполне можно было купить бейсбольную команду).

Я еще давным-давно запланировал, что моя последняя сделка будет размером в 5 тысяч контрактов, а предпоследняя — приблизительно 2,5 тысячи контрактов. Это и была та самая сделка. Мой план заключался в том, чтобы держать эту позицию, пока канадский доллар не достигнет области 87-88 центов, и это движение цены принесло бы мне приблизительно 15 млн долларов. А моя следующая игра могла бы сделать мне 30 млн долларов, и на этом я бы закончил.

Таков был мой план, но получилось все по-иному. В то время я как раз строил себе дом на Ямайке и должен был постоянно, каждые несколько недель, ездить туда, чтобы наблюдать за строительством. Как-то вечером в воскресенье, когда я как раз уезжал, чтобы поймать рейс на Майами, я остановился, чтобы взглянуть на валютные котировки с Дальнего Востока на компьютерном экране. Канадский доллар редко совершает большие движения на дальневосточном рынке, но в этот раз я с удивлением увидел, что цена упала на 100 пунктов. Я буквально держал чемодан в руке, а внизу меня ожидал лимузин, и я сказал себе: «Канадский доллар никогда на Дальнем Востоке на 100 пунктов не перемещается. Он даже и на 20 пунктов там не перемещается. Эта котировка, должно быть, ошибка. Наверное, просто ошиблись на 100 пунктов». И с этой мыслью я вышел в дверь.

Но это не было ошибкой. На следующее утро рынок на IMM открылся с падением более чем на 150 пунктов. Хуже того, в доме у меня не было телефона, и лучшее, что я мог сделать, это броситься в ближайший отель и ждать, пока освободится общественный телефон. К тому времени, когда я смог прозвониться, я уже потерял на этой позиции 3 млн долларов.

— Что вызвало внезапный обвал канадского дол лара?

— В то время до канадских выборов оставался прибли зительно месяц. По результатам опросов общественного мнения премьер-министр Малруни лидировал с огром ным отрывом от своего противника Тернера, который придерживался исключительно либеральных взглядов, в том числе поддерживал независимость Квебека. В тот воскресный вечер состоялись дебаты, на которых Тернер буквально уничтожил Малруни. На следующее утро оп росы показали, что за ночь бесспорный 24-процентный отрыв Малруни уменьшился до 8 процентов. И сразу же исход выборов, который за день до этого казался абсо лютно предсказуемым, стал весьма спорным. Хуже того, в то время Канада и Соединенные Штаты вели весьма деликатные переговоры по торговому соглашению, а победа Тернера подвергла бы это соглашение большой опасности. Эта внезапная неопределенность на полити ческом фронте ввергла рынок в полную сумятицу.

— Вы вышли из этой своей позиции?

— Я вышел из примерно 400 контрактов, но рынок понизился так сильно, что я не мог себе представить, что он пойдет вниз еще дальше. Однако в следующие два— три дня он упал еще больше. К тому времени я потерял уже 7 млн долларов. Когда я, наконец, осознал размеры своего убытка, я сказал клерку: «Продавай все».

— А не было ли это дном рынка?

— Это было как раз самое дно. Через месяц цена вернулась на тот уровень, где она была до дебатов.

— И вы пропустили остальную часть движения?

— Я пропустил все движение, и рынок в конечном счете прошел дальше моей первоначальной цели. Я сде лал 2 млн долларов на росте и потерял 7 млн долларов на падении, потому что по мере движения вверх я все время

увеличивал позицию. Вместо того чтобы заработать, как было запланировано, 15 млн долларов, я в конце концов потерял примерно 5 млн долларов.

— Был ли этот убыток на Ямайке вашим самым сильным переживанием, связанным с рынками?

— Нет. Это был мой самый большой убыток, но не самое большое переживание.

— А какая сделка вызвала больше всего волнений?

— Сделка по британскому фунту в ноябре 1978 года, о которой мы говорили ранее, потому что это был мой первый большой убыток.

— Были ли еще какие-нибудь запомнившиеся сделки?

— В 1982 году я стал замечать в вечерних новостях, что индекс Доу-Джонса поднимается почти каждый день. У меня стали появляться очень сильные бычьи настроения относительно фондового рынка. Это был первый случай, когда я вообще начал испытывать в отношении рынка какие-то чувства, основанные на чем-то кроме наблюдения за фьючерсами. Мне не хотелось заниматься выбором акций, потому что это была не моя игра.

Я открыл счет у одного своего приятеля, фондового брокера, и поручил ему купить довольно широкий ассортимент акций, ибо полагал, что рынок в целом будет повышаться. В то время я не знал, что его метод выбора акций был абсолютно противоположен моему подходу на фьючерсном рынке. Он придерживался теории, что покупать надо самые слабые акции, исходя из того, что они могут потом больше всего повыситься. Ну, это, конечно, была совсем не моя теория. В конце концов, он купил мне всего три акции, его любимые, которым он отдавал предпочтение в течение последних 10 лет.

Пронаблюдав в течение примерно трех месяцев, как Доу рос в то время, как мой счет уменьшался, я попросил

его прислать мне графики тех акций, что мне принадлежали. Я обнаружил, что он загнал меня в акции, которые находились вблизи своих минимумов, в то время как я по природе склонен покупать акции, которые двигались вверх. Я решил, что соглашение наше не работает, и закрыл свой счет.

Я раскрыл телефонную книгу и обнаружил, что неподалеку, на углу Мичиган и Вэкер (в Чикаго) находится офис Merrill Lynch. Как-то летним днем после того, как рынок уже закрылся, я пошел в банк и взял кассовый чек на 1 млн долларов. Затем я направился в офис МеггШ Lynch и спросил: «Кто здесь главный?». Ко мне вышел управляющий отделением, и я сказал ему: «Я хотел бы поговорить с вашим *самым неопытным* брокером». Это истинная правда. Я хотел иметь кого-то, у кого не было никаких мнений.

Он передал меня брокеру, которому было года двадцать три, не больше. Я выложил перед ним чек и сказал: «Я хочу открыть счет и вот, что я от вас хочу. Я хочу, чтобы вы начали с инвестирования трех четвертей этих денег в самые разнообразные акции, причем все они должны находится вблизи своих исторических максимумов. После этого я хочу, чтобы вы каждую неделю присылали мне список акций, разбитый по рыночным секторам, располагая акции в каждом секторе таким образом, чтобы было видно, насколько близко они находятся к своим историческим максимумам».

Он точно выполнял мои инструкции, и этот счет у меня замечательно процветал. Однако в тот же год Чикагская товарная биржа начала торговать фьючерсными контрактами на S&P 500, что решило мою проблему относительно того, как торговать общим фондовым рынком. Я поблагодарил брокера за его усилия, закрыл счет и переключился на покупку фьючерсов S&P 500. Я испытывал некоторое неудобство из-за того, что закрыл счет, потому что человек этот делал точно то, что я ему велел. Он разбил рынок на

несколько секторов и покупал самые сильные акции в каждом секторе.

— Вам не следует испытывать угрызения совести; вы, вероятно, многому его научили. А как шли у вас дела после того, как вы переключились на фьючерсы фондовых индексов?

— Очень хорошо. Мне повезло, и я поймал большую часть движения S&P от 120 до 300.

— Не могли бы вы побольше рассказать мне о том, что вызвало ваше бычье настроение в отношении фон дового рынка?

— Отчасти это было потому, что я почти каждый день видел, как рынок идет вверх без какой-либо особой под держки со стороны новостей. Собственно говоря, ново сти на самом деле были весьма негативными: инфляция, процентные ставки и уровень безработицы по-прежне му были очень высоки. Другим важным фактором бы ло то, что фондовый рынок практически не изменился относительно своего уровня двадцатилетней давности, в то время как за тот же период инфляция взлетела до небес. Поэтому с поправкой на инфляцию цены акций были исключительно низкими. Кроме того, мне нрави лось то, что в большинстве своем эксперты не показы вали особенно бычьих настроений. Был в то время один популярный аналитик, Джо Грэнвилл, чьи комментарии казались мне особенно занятными. Каждый раз, когда рынок достигал нового максимума, он выступал со все более медвежьими заявлениями — а ведь он, предполо жительно, должен был быть техническим аналитиком.

—Были ли какие-нибудь отдельные торговые ошибки, которые оказались для вас ценными уроками?

— В тот раз, когда я понес первый значительный убы ток, я открыл короткую позицию по немецкой марке в условиях, где рынок находился в восходящем лимите. Я

мог выйти из рынка на этом восходящем лимите, но не сделал этого. На следующий день рынок дошел до нового восходящего лимита. В результате мой убыток не только удвоился, но мне еще потребовалось два месяца, чтобы восстановить размер своего счета до уровня, который был до этой сделки. По сути я узнал, что от убыточных сделок нужно избавляться немедленно. И дело тут не просто в том, сколько риска вы можете позволить себе в каждой данной сделке, а в том, что вы должны учитывать, как много потенциально выигрышных сделок вы можете пропустить из-за влияния этого убытка на состояние вашего ума и на размер торговой позиции.

— Как изменилось поведение рынка в течение прошлого десятилетия в результате огромного увеличения профессиональной торговли, о котором мы говорили ранее?

— Общая картина, вероятно, осталась той же самой, но природа краткосрочного поведения цены стала почти диаметрально противоположной той, что была раньше. Для того, чтобы получить рост, вам нужно, чтобы люди, не присутствующие на рынке, захотели покупать. Когда большинство участников рынка были людьми неискушенными, трейдеры, бывало, ждали до тех пор, пока известия о росте рынка не попадут на первые страницы газет, и рынок не начнет делать новые максимумы, и только тогда они начинали покупать. Напротив, профессиональные трейдеры, доминирующие на рынках сегодня, отказываются от покупки только в периоды сильного медвежьего тренда. В результате сегодня движения цены, предшествующие крупным трендам, очень отличаются от тех, что были ранее, из-за поведения профессиональных трейдеров, которое очень отличается от поведения наивных трейдеров.

— Как эти соображения изменили характер вашей торговли?

—Я раньше любил покупать или продавать на прорывах (движения цены за пределы предыдущего диапазона — события, которые нередко интерпретируются техническими аналитиками как сигналы о неизбежном продолжении развития цены в том же направлении). Однако сегодня прорывы, получающие продолжения, выглядят так же, как прорывы, которые кончаются ничем. Фактически, ложные прорывы, вероятно, превосходят числом правильные сигналы. Соответственно, я больше не использую стратегию торговли на прорывах. Я пришел к выводу, что главным трендам теперь часто предшествует резкое изменение цены в противоположном направлении. Я по-прежнему выношу свое суждение о вероятных трендах цены, основываясь на общем поведении рынка, как я это делал всегда. Однако я теперь, за редкими исключениями, покупаю на краткосрочных падениях и продаю на отскоках.

— Если вы всегда ждете реакции, прежде чем выйти на рьгаок, разве вы не рискуете пропустить крупное движение?

— Конечно, ну и что? У меня на экране одновременно 38 рынков. И если я пропущу движение десяти из них, так у меня останется еще десять рынков с сильными трендами. Худшее, что может с вами произойти на рынке — вы окажетесь правы, но все равно потеряете деньги. В этом состоит сегодня опасность покупки на росте и продажи на падении.

— По вашим словам, это прямо какие-то шахматы. Когда ваш противник фермер или дантист, вы играете так, а когда ваш противник профессионал, вы играете иначе.

— Несомненно. Так именно оно и есть. Вы должны все время адаптироваться к переменам.

— Что побудило вас уйти из торгового зала биржи?

— Я прекратил торговать в зале, когда у меня родился первый ребенок — дочь, потому что я хотел быть дома вместе с нею. Я не хотел быть одним из тех отцов, ко торые проводят с детьми лишь час перед тем, как они отправляются спать. Я хотел воспользоваться преиму ществом своего статуса независимого трейдера не толь ко для того, чтобы разбогатеть, но и чтобы получать больше удовольствия от жизни.

— В чем выразилась разница при переходе от тор говли в зале к торговле дома?

— Сначала мне было очень тяжело. За время пер вых 12-13 лет торговли единственный раз, когда я сде лал денег меньше, чем в предыдущий год, был, когда я начал торговать из дома. В яме вы можете получать быстрый выигрыш, используя небольшие отклонения цены. А когда вы торгуете вне зала, вам приходится со глашаться на торговлю более долгосрочного характера, потому что у вас появляется задержка с исполнением. Я думаю, отчасти моей проблемой в тот первый год работы из дома было то, что я как бы само собой под разумевал, что буду и дальше каждый год делать денег больше, чем в предыдущий, и беспокоиться мне об этом не надо. Но завершив этот весьма посредственный год, я понял, что должен вкладывать в свою торговлю гораздо больше энергии и внимания. На следующий год я начал работать с гораздо большей решимостью, и это был мой первый год, когда я сделал миллион долларов.

— Раньше вы говорили, что стали выигрываю щим трейдером с самого начала. Не было ли в ваших действиях чего-либо особого, что могло бы объяснить столь ранний успех?

— В те ранние годы мне очень помогал анализ каждой сделки, которую я проводил. Каждый день я делал копии своих карточек и затем просматривал их дома. У каждого трейдера накапливаются тонны выигрышных и проиг-

рышных сделок. И вам нужно определить, почему выигрыш — это выигрыш, а проигрыш — это проигрыш. Как только вы сможете это понять, вы сможете стать более избирательным в своей торговле и избегать тех сделок, которые имеют больше шансов на проигрыш.

— Какие еще советы могли бы вы дать трейдерам?

— Самый важный совет — это никогда не позволять проигрышной сделке выходить из-под контроля. Вы должны быть уверены, что можете позволить себе ошибиться двадцать, а то и тридцать раз подряд и все-таки у вас на счете еще останутся деньги. Когда я торгую, я рискую, пожалуй, пятью, может быть, десятью процентами денег, имеющихся на моем счете. Если я получил убыток, то в следующей сделке я буду рисковать не более чем четырьмя процентами своего счета. Если я снова проиграю, я уменьшу размер торгового риска до двух процентов. И я продолжу уменьшение размера торговой позиции все то время, пока проигрываю. Был случай, когда во время полосы неудач я в своей торговле опустился с трех тысяч контрактов на сделку до всего лишь десяти, а потом прошел весь путь назад.

— Является ли такое серьезное варьирование размера торговой позиции ключевым элементом вашего успеха?

— Разумеется, потому что каждый трейдер проходит сквозь полосы неудач.

— Значит, вы относитесь к себе, как к своеобразному тренду.

— Определенно, и тому есть логическое обоснование. Когда вы торгуете хорошо, у вас лучше состояние ума. Когда вы торгуете плохо, вы начинаете желать и надеяться. Вместо того чтобы открывать сделки, имеющие логическое обоснование, вы начинаете влезать в сделки, на успех которых лишь надеетесь.

— Иными словами, вы ждете до тех пор, пока у вас снова не сложится определенное состояние ума. Добиться этого можно лишь путем выигрыша, и до тех пор вы не хотите ставить по-крупному.

— Совершенно верно.

— Вам довелось видеть много трейдеров, когда вы торговали и в операционном зале биржи, и вне зала. Есть ли какие-то заметные отличия между победителями и неудачниками?

— Я обратил внимание на одну интересную вещь. Практически каждый известный мне преуспевающий трейдер в конечном счете пришел к торговому стилю, подходящему его характеру. Например, мой брат по характеру человек очень трудолюбивый и скрупулезный. Когда приближается 15 апреля, он любит сесть, наточить карандаши и рассчитать свой подоходный налог. Фактически он, наверное, все свои карандаши затачивает в марте.

— Он, наверное, один такой на свете.

— Правильно. Короче говоря, он торгует спредами, что идеально подходит его характеру (спред-трейдер стремится воспользоваться расхождениями цен между родственными финансовыми инструментами путем одновременного открытия на рынке длинной и короткой позиций, компенсирующих друг друга, а не чистой длинной или короткой позиции). И у него это прекрасно получалось. Вы могли зайти в яму и спросить у него котировку по любой комбинации спрэдов, и он мог дать вам цену немедленно. Он никогда не отходил от этого и не шел на такой риск, как я, но он торговал так, как ему хотелось торговать. С другой стороны, у меня есть друзья-спекулянты, которые относятся к такому типу людей, которые могут в любой момент улететь в Лас-Вегас или полезть карабкаться на какую-нибудь гору в Африке. Суть тут в том, что торговые стили пре-

успевающих трейдеров должны соответствовать их индивидуальностям.

— А как насчет вашего собственного характера — насколько он соответствует вашему торговому стилю?

— Я думаю, он подходит очень хорошо. Я воспитывался в очень консервативных условиях. Меня воспитали в католической вере, и я даже четыре года проучился в семинарии, потому что хотел стать священником. Как мы говорили ранее, я сознательно позволил, чтобы меня призвали в армию. Я был очень прямолинейным парнишкой. Став взрослым, я, как только получил свободу, которую дают деньги, стал более склонным к принятию риска. Пятнадцать лет назад я ездил в Африку, еще до того как это стало популярным, и много рисковал уже будучи взрослым человеком, потому что считаю, что жизнь коротка и нужно жить и наслаждаться ею, пока она есть.

В моем торговом стиле перемешаны оба этих противоположных качества личности. Я беру ориентированную на риск часть своей личности и помещаю туда, где ей место, — в торговлю. А затем я беру консервативную часть своей личности и помещаю туда, где место ей, — в управление капиталом. Моя техника управления капиталом исключительно консервативна. Я никогда не рискую деньгами, сравнимыми по величине с суммой, находящейся на моем счете, не говоря уже о том, чтобы рисковать всеми своими средствами.

— Вы имеете в виду, что неважно, какой у человека характер, если нет конфликта между его характером и торговым стилем?

— Совершенно верно. Тут нет никакой разницы, потому что существует огромное количество разных торговых стилей, и вы всегда можете найти такой, который лучше всего подойдет вашему характеру.

— Можете ли вы дать какие-нибудь конкретные со веты проигрывающим трейдерам?

— Иногда причина, по которой люди проигрывают, заключается в том, что они недостаточно избирательны. После анализа трейдер может обнаружить, что если бы он сконцентрировался только на тех сделках, которые идут хорошо, и отбрасывал все другие типы сделок, он мог бы фактически добиться успеха. Однако если трей дер анализирует сделки, но все равно не может делать де ньги, ему, вероятно, следует заняться чем-то другим.

Каково первое правило торговли? Я считаю, что важнее всего найти тот подход, с которым трейдер чувствует себя уютно — а именно, тот подход, который соответствует личности трейдера. Маккей называет это качество характера самым главным элементом, отделяющим победителей от неудачников. Каждый трейдер должен выбрать подходящую область рынка, выбрать между системной и дискреционной торговлей, между фундаментальными и техническими методами, между позиционной торговлей и торговлей спрэдами, краткосрочными и долгосрочными опеарциями, агрессивным и консервативным подходами и т. д. Из всех многообразных стилей один будет хорошо подходить индивидуальности трейдера, а другие приведут к внутреннему конфликту.

Тут вы можете подумать, что концепция выбора торговой методологии, соответствующей индивидуальности трейдера, не требует, похоже, большого ума. В конце концов, — можете вы спросить, — разве каждый трейдер сам не выбирает метод, совместимый с его собственным характером? Абсолютно нет! Мой собственный опыт в этой сфере подробно описывается в последнем разделе данной книги.

В более общем смысле, среди трейдеров значительно более распространено принятие методов, абсолютно несовместимых со свойствами их характеров. Есть трейдеры, которые прекрасно разрабатывают системы,

но постоянно нарушают или неправильно используют свои же собственные системы — с катастрофическими результатами. Есть трейдеры, которые естественным образом склонны к разработке долгосрочных стратегий, но вместо этого торгуют в краткосрочном диапазоне — из-за нетерпения или побуждения «сделать что-нибудь». Есть прирожденные трейдеры биржевого операционного зала, обладающие великолепными интуитивными навыками, которые уходят из этой дружественной им среды и становятся весьма посредственными портфельными менеджерами. И есть, конечно, люди с теоретической ориентацией, которые разрабатывают сложные, с малым риском арбитражные стратегии, а затем вдруг решают стать позиционными трейдерами — а этот подход требует определенной степени принятия риска, значительно превышающей удобные для них уровни.

Во всех вышеописанных случаях люди с природными склонностями, подходящими для одного стиля торговли, используют диаметрально противоположный стиль, обычно чтобы удовлетворить какую-то свою эмоциональную потребность. Иными словами, вопрос соотнесения свойств характера и торгового стиля может оказаться делом здравого смысла, но здравого смысла обычно и не хватает. Важность этой концепции, однако, подчеркивается утверждением Маккея, что практически каждый известный ему преуспевающий трейдер в конечном счете пришел к торговому стилю, подходящему его характеру.

Важным элементом торгового подхода самого Маккея является радикальное варьирование размера позиции. Когда дела у него идут хорошо и он, соответственно, рассчитывает, что шансы на успех у него наивысшие, Маккей торгует очень большими позициями. С другой стороны, когда дела идут неважно он уменьшает свою торговую позицию до незначительных уровней. Нередко размер торговой позиции Маккея колеблется более чем стократно. Такой подход служит не только уменьшению

риска во время периодов затяжных неудач, но и увеличивает прибыль во время выигрышных периодов. Трейдер, использующий подход, где размер позиции неизменен, отказывается от важного преимущества примерно так же, как игрок в блэкджек все время ставит одну и ту же сумму вне зависимости от того, какие карты ему сданы.

Управление риском является еще одним важным элементом подхода Маккея, как, впрочем, и у большинства великих трейдеров. В дополнение к резкому сокращению размера позиции во время периодов неудач, как описывалось выше, Маккей также считает, что когда дела идут плохо, нужно немедленно закрывать позицию. В одном из немногих случаев, когда он отклонился от этого провозглашенного им критически важного принципа (длинная позиция по канадскому доллару, описанная в интервью), необычное для него двухдневное промедление превратило убыток в 3,5 млн долларов в убыток в 7 млн долларов.

Хотя Маккей является преимущественно техническим трейдером, фундаментальный анализ играет критически важную роль в определении его главных торговых стратегий. Он, однако, использует фундаментальные факторы довольно необычным способом. Маккей не пытается определить с помощью фундаментальных факторов бычье или медвежье настроение рынка, не придает он какого-то непосредственного значения и медвежьему или бычьему характеру фундаментальных новостей. Вместо этого он концентрируется на реакции рынка на фундаментальные новости. Например, если рынок не обращает внимания на целый ряд медвежьих новостей, Маккей рассматривает это как признак неизбежности бычьего движения.

УИЛЬЯМ ЭКХАРДТ

МАТЕМАТИК

Уильям Экхардт (*William Eckhardt)* является одной из главных фигур одной знаменитой легенды финансового мира, однако практически неизвестен широкой публике. Если бы элитные трейдеры были популярны так же, как знаменитости в других областях, Экхардта можно было бы представить появляющимся в одном из рекламных роликов American Express (пестревших ранее знаменитыми, но уже забытыми именами, такими как кандидат на пост вице-президента США в избирательной кампании Барри Голдуотера): «Вы знаете меня? Я был партнером, пожалуй, самого известного фьючерсного спекулянта нашего времени Ричарда Денниса. Я тот самый человек, который поспорил с Деннисом, что навыкам торговли научить нельзя. Торговая группа, известная в нашей отрасли как «черепашки», была следствием эксперимента, поставленного, чтобы разрешить этот спор». И здесь имя УИЛЬЯМ ЭКХАРДТ должно было бы появиться во весь экран.

Так кто же такой Уильям Экхардт? Это математик, который чуть-чуть не дотянул до ученой степени кандидата наук, затем отвлекся на торговлю, да так никогда в ученый мир и не вернулся (по крайней мере, официально). Раннюю стадию своей торговой карьеры Экхардт провел в операционном зале биржи. Неудивительно, что он в

конце концов оставил эту шумную торговую арену ради более аналитического подхода, выражающегося в торговле на основе систем. За десять лет Экхардт добился очень неплохих результатов, работая на свой собственный счет, главным образом на основе сигналов, подаваемых разработанными им системами, но дополняемых его собственными суждениями о рынке. В течение последних пяти лет Экхардт также управлял рядом других счетов, и его средняя прибыль в течение этого периода составляла 62%, варьируясь от убытка в 7% в 1989 году до прибыли в 234% в 1987 году. Начиная с 1978 года, он на своей собственной торговле зарабатывал в среднем более 65% в год, и убыточным у него был лишь один 1989 год.

В то время, когда проходило наше интервью, Экхардт после карьеры, протекавшей в обстановке анонимности, готовился расширить свое участие в управлении капиталом, предложив его более широкой аудитории. С чего бы это вдруг Экхардт теперь захотел выйти на свет, активно привлекая под свое управление общественные средства? Почему бы ему просто не продолжать торговать на собственный счет и на счет некоторых немногих друзей и партнеров, как он делал все это время? Явно ссылаясь на «черепашек» (см. следующую главу), Экхардт честно признал: «Я устал смотреть, как те, кто у меня учился, управляют сотнями миллионов, в то время как я занимаюсь сравнительно ничтожными суммами». Очевидно, Экхардт почувствовал, что пришло его время получить то, что он заработал.

Исследования в области торговых систем доставляют Экхардту удовольствие, и, конечно, этим он зарабатывает себе на жизнь, но его настоящей страстью являются чисто научные исследования. И действительно, в некотором смысле торговля и связанные с торговлей исследования являются средствами, с помощью которых Экхардт финансирует свои собственные гранты на научные проекты, которые его интересуют. Он склонен к исследованию великих парадоксов, которые продолжают ставить ученых в

тупик. Квантовая механика привлекла его внимание из-за опровергающей здравый смысл теоремы Белла, которая демонстрирует, что измерения отдельных систем частиц могут определять друг друга, несмотря на то, что какое-либо взаимодействие между системами отсутствует. Другой областью его исследований является проблема эволюции, и он пытается найти ответ на загадку полового размножения: почему природа создала половое размножение, в котором организм передает лишь половину своих генов, в то время как при неполовом размножении передаются 100% генов? Но, пожалуй, самые интенсивные исследования направлены на понимание концепции времени. Когда я интервьюировал Экхардта, он как раз работал над книгой о природе времени (его базовой предпосылкой является то, что течение времени является иллюзией).

Экхардт привносит в искусство разработки торговых систем много сильных сторон: годы опыта в качестве трейдера как в операционном зале биржи, так и вне его, острый аналитический ум и глубокую математическую подготовку. Эта комбинация дает Экхардту преимущество перед большинством других разработчиков торговых систем.

— Как вы стали партнерами с Ричардом Деннисом?

— Мы с Ричем дружили еще в средней школе. Мы, должно быть, познакомились из-за взаимного интереса к рынкам, но дружба наша никогда торговли не касалась. Рич начал торговать еще во время учебы в колледже, а я после окончания колледжа поступил в аспирантуру, где работал над докторской диссертацией по математичес кой логике. В 1974 году мне пришлось уйти по полити ческим причинам.

— Что вы подразумеваете под словами «пришлось уйти»?

— Я писал в Университете Чикаго докторскую дис сертацию по математической логике под руководством

одного всемирно известного математика. Все шло замечательно до тех пор, пока не поступил на работу новый преподаватель, специализировавшийся как раз на математической логике. Теоретически я был его единственным студентом. Соответственно, роль руководителя диссертации была передана от моего первоначального консультанта к этому новому преподавателю, который потом решил, что хочет, чтобы я написал совершенно другую диссертацию. В результате после того, как я проделал всю учебную работу, сдал экзамены и закончил три четверти диссертации, работа моя была приостановлена.

В это время Рич предложил, чтобы я взял академический отпуск и попытался поторговать в операционном зале бирже. Так я и сделал, и в университет уже не вернулся.

— Переход от статуса студента-выпускника, мате матика, к статусу трейдера операционного зала выгля дит весьма радикально.

— Да, так оно и было. Хотя у меня всегда был интерес к природе спекулятивного ценообразования, я должен признать, что математическая логика весьма не похожа на торговлю в операционном зале. И уж чего говорить, я пришел в яму со слишком большим количеством гото вых представлений о том, как работают рынки.

— Что это были за готовые представления?

— Я пришел с идеей, что мог самым прямолиней ным образом применять к рынкам аналитические при емы, почерпнутые мною в области математики. В этом я сильно ошибался.

— Вы попытались это сделать?

— Трейдеры, работающие вне операционного зала, живут и умирают со своими идеями о рынках или сис темах. Но у трейдеров операционного зала совсем другая жизнь. Если вы трейдер ямы, вам требуется лишь уметь

измерять, когда рынок отходит от равновесия на тик, может быть, на несколько тиков. Как только вы выработаете у себя этот навык, вы можете выжить вне зависимости от того, является ваша базовая теория разумной или нет. Собственно говоря, я знаю многих трейдеров ямы, которые используют самые разнообразные ложные системы: скользящие средние, лунные циклы и бог знает, что еще. Когда они получают от этих систем сигнал, они обязательно покупают по цене спроса или продают по цене предложения. В конце месяца они получают прибыль, которую всегда относят на счет своей системы. Но на самом деле некоторые из этих систем совершенно бессмысленны. Возможно, я и сам немного поработал в том же ключе. У меня были кое-какие идеи относительно спекуляции и торговли, и в яме я, в общем-то, довольно неплохо сводил концы с концами. Но я не уверен, что смог бы сделать какие-либо деньги на своих идеях насчет рынка.

— Что было основой для принятия вами решений о покупке и продаже в операционном зале?

—В принципе, я покупал, когда «слабые руки»" продавали, и продавал, когда они покупали. В ретроспективе я не уверен, что стратегия эта имела какое-то отношение к моему успеху. Если вы предположите, что теоретически справедливая цена находится где-то посередине между ценой спроса и ценой предложения, то если вы покупаете по цене спроса, то покупаете рынок по цене чуть ниже его настоящей стоимости. Аналогичным образом, если вы продаете по цене предложения, то вы продаете чуть дороже реальной цены. Соответственно, в результате все мои сделки, вне зависимости от стратегии, имели положительную ожидаемую прибыль. Один лишь этот факт может вполне объяснить 100% моего успеха.

* Мелкие спекулянты на фьючерсном рынке, не располагающие финансовыми ресурсами, достаточными для осуществления реальной поставки товара по контракту — *прим. пер.*

— И что, вы действительно так думаете?

— Я думаю, что преимущество в цене исполнения сделки и было, вероятно, главной причиной моего ус пеха в роли трейдера операционного зала. Главным фак тором, который разоряет счета мелких клиентов, явля ется не то, что мелкие трейдеры всегда оказываются не правы, а просто то, что они не могут окупить свои собс твенные операционные издержки. Под операционными издержками я подразумеваю не только комиссионные, но и проскальзывание при размещении ордера. В качес тве трейдера ямы я находился как раз по другую сторону этого проскальзывания.

— Как бывший математик, не скучали ли вы по ин теллектуальным задачам, над которыми работали?

— Сначала — конечно. Но со временем я научился заниматься серьезным изучением цен, и это оказалось проблемой не менее сложной, чем все, с чем я сталкивал ся в ученом мире.

— Оказались ли какие-нибудь области, которые вы изучали в математике, применимыми к разработке торговых систем?

— Конечно, — это статистика. Анализ фьючерсных рынков полон ловушек, связанных с классическими за конами статистики, и если человек использует эти инс трументы без хорошего понимания основ, он легко мо жет попасть в беду.

Классическое применение статистики по большей части основывается на ключевой предпосылке нормального распределения данных или какой-то другой известной форме. Классическая статистика работает хорошо и позволяет вам приходить к точным выводам, если вы правильно оцениваете распределение данных. Однако если реальная форма распределения хотя бы чуть-чуть отклоняется от нормальной, ошибка оказывается достаточной, чтобы сделать неправильными весьма деликат-

ные статистические оценки. А более грубые устойчивые оценки будут выдавать более точные результаты. Сложные тесты, которые используют в статистике для получения значимых результатов из очень «зашумленных» данных, в торговле применять нельзя. Нам нужны более грубые робастные статистические инструменты.

— Не могли бы вы дать определние понятию «робастный»?

— Робастный статистический метод — это оценка, не подверженная сильному влиянию со стороны ошибоч ных предположений о природе распределения.

— Почему вы считаете, что такие методы больше подходят для анализа торговых систем?

— Потому что я считаю, что распределение цен явля ется патологическим.

— В каком смысле?

— Приведу один пример. Распределение цены имеет гораздо большую дисперсию (статистическая мера пе ременности данных), чем можно было бы ожидать на основе теории нормального распределения. Автор кон цепции фрактальных измерений Бенуа Мандельброт предположил, что вероятностные распределения коле баний цен имеют бесконечную дисперсию. Дисперсия выборки (т. е. оценка изменчивости цен, проведенная на ограниченной выборке данных) по мере того, как вы до бавляете больше данных, становится все больше и боль ше. Если это справедливо, то большинство стандартных статистических приемов оказывается непригодным для применения с ценовыми данными.

— Я не понимаю. Как может дисперсия быть беско нечной?

— Простой пример может проиллюстрировать, как распределение может иметь бесконечное среднее значе-

ние (кстати говоря, дисперсия является средней величиной — это среднее значение квадратов отклонений цены от среднего). Рассмотрим простое одномерное случайное блуждание, получаемое, скажем, в результате подбрасывания простой монеты. В определенные моменты времени общее количество выпавших орлов будет равно количеству выпавших решек. Нас интересует среднее время ожидания между этими моментами или, иначе говоря, среднее количество бросков монеты, которые нужно сделать, чтобы количество орлов и решек сравнялось. Как правило, период ожидания между равенствами орлов и решек имеет тенденцию быть коротким. Это вряд ли удивительно. Поскольку при измерении времени ожидания мы всегда начинаем с ситуации равенства, то другое равенство обычно находится не так уж далеко. Однако иногда либо орлы, либо решки выпадают или слишком часто, или слишком редко, и тогда придется очень долго ждать до тех пор, пока образуется новое равенство, особенно потому, что дополнительные броски имеют такую же вероятность увеличения этого расхождения, как и его уменьшения. Поэтому наша выборка будет иметь тенденцию состоять из множества относительно коротких периодов ожидания и немногих чрезвычайно больших промежутков.

И что же получается в среднем? Удивительно, но это распределение не имеет среднего значения, или вы можете сказать, что среднее бесконечно. Разумеется, в любой конкретный момент среднее значение вашей выборки будет конечной величиной, но по мере роста количества бросков монеты среднее будет все больше и больше увеличиваться. Увеличивая количество бросков, вы сможете получить для вашей выборки сколь угодно большое среднее значение.

— В только что приведенном вами примере с подбрасыванием монеты компьютерное моделирование

делает возможным получение огромных выборок данных, позволяющих вам приходить к выводу, что среднее значение беспредельно. Но как можно с определенностью утверждать, что бесконечна дисперсия распределения цен фьючерсов? Не слишком ли ограничены имеющиеся данные для того, чтобы можно было прийти к такому выводу?

— Строго доказать, что дисперсия изменений цены бесконечна, невозможно. В некоторых отношениях это похоже на проблемы теории о глобальном потеплении климата. Существуют некоторые признаки постоянного потепления, но трудно отличить повышение темпера туры от случайных изменений. На сбор статистических данных, достаточных, чтобы с уверенностью утверж дать, что дисперсия изменений цены бесконечна, могут потребоваться столетия.

— **Каково практическое значение вывода о беско нечности дисперсии?**

— Если дисперсия не конечна, это означает, что всегда могут воплотиться сценарии гораздо более экс тремального характера, чем вы можете себе предста вить, и, безусловно, значительно более экстремальные, чем можно было бы получить, исходя из предпосылки, что цены укладываются в нормальное распределение — той самой предпосылки, которая лежит в основе большинства статистических методов. Мы уже видели такой пример, когда за один день — 19 октября 1987 го да — S&P 500 упал на 8 тыс. пунктов. Обычная теория оценки скажет вам, что однодневное движение цены на такую величину может случиться лишь несколько раз в тысячелетие. Здесь оно произошло в течение десяти летия с введения контракта S&P 500. Этот пример дает прекрасную иллюстрацию того факта, что если рыноч ные цены не имеют конечной дисперсии, любая клас сически полученная оценка риска будет значительно заниженной.

— Следовательно, трейдерам нужно проявлять больше консерватизма при управлении риском, чем предполагается при использовании общепринятых статистических оценок. А есть ли другие практические последствия применения робастных методов, которые бы отличались от результатов исследований, предпо лагающих наличие нормального распределения веро ятностей?

— Важное применение касается ситуации, в кото рой вы имеете несколько индикаторов для определен ного рынка. Встает вопрос: как наиболее эффективно сочетать несколько индикаторов? Основываясь на оп ределенных точных статистических измерениях, можно присвоить вес различным индикаторам. Однако выбор весов, присваиваемых каждому индикатору, часто быва ет субъективным.

В литературе по робастной статистике вы найдете, что в большинстве случаев наилучшей стратегией является не взвешивание, а присвоение каждому индикатору значения 1 или 0. Иными словами, принятие или отбрасывание индикатора. Если индикатор достаточно хорош, чтобы его использовать в принципе, то он хорош и для того, чтобы присвоить ему вес, равный остальным. А если он не соответствует данному стандарту, то не стоит о нем и беспокоиться.

Тот же принцип применяется и в выборе сделок. Как вам лучше распределить свои активы по различным сделкам? И вновь я буду утверждать, что распределение должно быть равномерным. Либо торговая идея достаточно хороша для того, чтобы ее реализовать — ив этом случае ее следует исполнять в полном размере, — либо она вообще не заслуживает внимания.

— Ранее вы говорили о ловушках рыночного анали за. Не могли бы вы привести еще какие-то примеры?

— Любой содержательный подход должен быть не зависим от выбора единиц времени. Очевидное нару-

шение этого правила происходит в некоторых приемах технического анализа с использованием ценовых графиков. Некоторые из них просты (углы в 45 градусов), некоторые весьма замысловаты (построение на графике правильных пятиугольников), но общее у всех из них то, что они используют углы, построенные на графике. Эти «угловые» методы описываются во многих учебниках технического анализа, в том числе в некоторых с претензией на изысканность.

Существует довольно простое соображение, единым махом стопроцентно обесценивающее все такие методы, построенные на углах определенного размера: размер угла на барном графике не является инвариантным к изменениям шкалы. К примеру, рассмотрим технику построения линии от минимума цены под углом 45 градусов. Если вы сделаете это на двух графиках одного и того же контракта, но с различными шкалами времени и цены, скажем, полученных от двух различных информационных служб, то эти 45-градусные линии окажутся разными. В результате они будут пересекать ценовые ряды в разных местах. Собственно говоря, угол линии, соединяющей две цены на барном графике, вообще не является принадлежностью ценового ряда. Он полностью зависит от того, какие единицы для цены и времени вы используете, и как вы располагаете их на графике, а все это весьма произвольно. Бывают методы хорошие и методы плохие, но эти «угловые» технические приемы вообще методами не являются.

В качестве отступления — обратите внимание, что линии тренда, которые соединяют две или более точки ценового ряда, инвариантны изменениям масштаба и, следовательно, рациональны в том смысле, которого у линий, определяемых углом наклона, нет. На графиках с другим масштабом данная линия тренда имеет другой наклон, но она пересекает ценовой ряд в точно тех же местах.

Отсутствие внутреннего смысла у углов на барных графиках имеет значение даже для трейдеров, работа-

ющих с графиками, но не применяющих углы. То, насколько резко идет наклон тренда на графике, нередко оказывается психологическим фактором при открытии сделки. И если вы падете жертвой этого влияния, вы позволите влиять на вашу торговлю практическим и эстетическим соображениям того, кто построил график. Изменяя масштаб цены, можно любой тренд заставить выглядеть либо пологим, либо крутым.

Этот пример также подчеркивает одно из преимуществ компьютеризированной торговли: компьютер игнорирует все, кроме того, что вы велите ему не игнорировать. Если вы хотите, чтобы ваша компьютерная система чувствовала уклон, вам нужно будет запрограммировать в нее эту функцию. И тогда станет абсолютно ясно, что значение наклона зависит непосредственно от выбора единиц временной и ценовой осей.

— Меня всегда удивляло, как много людей либо за бывают о зависимой от шкалы природе углов на графи ках, либо недостаточно думают о ее следствиях. Я всегда был убежден, что методы, построенные на наклонах ли ний, по своей природе являются субъективными. Поэ тому я никогда не желал даже пять минут потратить на изучение углов Ганна или подобные методы.

Каковы же типичные ловушки, связанные с разработкой торговых систем?

— При разработке систем встречается множество ло вушек. Во-первых, очень легко сделать постдиктивные ошибки.

— Поясните термин «постдиктивный».

— Использование информации, которая может быть доступна только после совершения события. Иногда постдиктивность очевидна — это ошибка в программи ровании. Например, вы используете цену закрытия при расчете решения о том, открывать ли сделку до закры тия. Проблемы такого типа, причем они отнюдь не ред-

кость, обычно выдают себя, когда вы получаете нереально хорошую статистику результатов. Но есть и другие типы подобных ошибок. За самыми высокими ценами среди ваших данных следуют более низкие цены, практически по определению. Если вы встраиваете эти максимальные цены в правила торговли или добавляете их по сезонным соображениям, то правило будет работать на ваших данных, но только постдиктивно.

— Есть ли какие-нибудь другие ловушки?

— Еще часто упоминается проблема чрезмерной подгонки. Чем большее количество степеней свободы вы имеете, тем больше способна ваша система подстраиваться под ряды цен.

— Пожалуйста, определите понятие «степень свободы» для читателя, не имеющего математической подготовки.

— В своей самой чистой форме степень свободы является числом, так называемым параметром, дающим отдельную торговую систему для каждого своего допустимого значения. Например, система скользящей средней варьируется в зависимости от того, для какого количества дней вычисляется среднее значение. Это и есть степень свободы, и ее допустимые значения являются положительными целыми числами. Но могут также существовать скрытые степени свободы. Внутри системы могут существовать структуры, принимающие альтернативные формы. Если тестируются различные альтернативы, это дает системе дополнительную возможность подстроиться к прошлым особенностям данных.

Опасно не только иметь слишком много степеней свободы в системе, существуют также «плохие» степени свободы. Предположим, что некоторая степень свободы в вашей системе реагирует лишь на самые длительные тренды данных, а кроме этого никак не влияет на тор-

говлю системы. Такая степень свободы может значительно усилить фактор чрезмерной подгонки, хотя общее число степеней свободы в данном случае является управляемым.

— Как вы определяете, до какой степени эффективность системы вызвана чрезмерной подгонкой к прошлым данным, а не правильным восприятием поведения рынка?

— Лучше всего для этого рассмотреть несколько сотен примеров. Добавляйте в систему степени свободы и смотрите, сколько вы можете из этого извлечь. Добавьте очевидно бессмысленные параметры и посмотрите, что у вас получится. Я не знаю ничего такого, что могло бы заменить в этом отношении опыт. Попробуйте разные системы. Пробуйте системы, которые кажутся вам разумными, и системы, которые бессмысленны. Пробуйте системы с малым количеством параметров и те, которые изобилуют ими. Через некоторое время вы выработаете у себя интуитивное чувство в отношении компромиссов между количеством степеней свободы и эффективностью торговли на основе исторических данных как индикатора будущих результатов.

— А есть ли у вас какие-нибудь ограничения в отношении количества степеней свободы, встраиваемых в систему?

— Семь-восемь, вероятно, слишком много, а три-четыре — очень хорошо.

— А что вы думаете по поводу оптимизации? (Оптимизацией называется процесс тестирования многих вариантов системы на исторических данных, а затем отбор наиболее результативной версии для реальной торговли.)

— Это вполне законная часть репертуара системного трейдера, но если при оптимизации вы не проявляете

аккуратности в методологии, то получите результаты, которые окажутся невоспроизводимыми.

— Как вы избегаете этой ловушки?

— Здесь вы неизбежно оказываетесь между двумя противоречивыми целями. Если вы избегаете оптимиза ции вообще, то у вас в конце концов получится система значительно менее эффективная, чем могла бы быть. А если вы оптимизируете слишком сильно, то получите систему, которая больше подходит для прошлого, чем для будущего. Каким-то образом вам нужно находить золотую середину между этими двумя крайностями.

— Что еще вы можете посоветовать людям, занима ющимся разработкой систем, помимо того, о чем мы уже поговорили?

— Если результаты работы системы не бросаются в глаза, то, вероятно, не стоит ею и заниматься. Результат должен быть выдающимся. Кроме того, если для по лучения наилучших результатов работы вам требуется хрупкая, опирающаяся на слишком много предположе ний статистическая методика, следует с подозрением от нестись к обоснованности системы.

Общим правилом должно быть очень скептическое отношение к результатам. Чем лучше выглядит система, тем большую твердость вы должны проявлять, пытаясь ее опровергнуть. Эта идея очень противоречит человеческой природе, которая стремится к тому, чтобы результаты работы системы на исторических данных выглядели как можно лучше.

Карл Поппер придерживался идеи, что весь прогресс в познании происходит в результате усилий по опровержению, а не подтверждению наших теорий. Вне зависимости от того, насколько справедлива эта гипотеза, в общем она безусловно выражает правильное отношение к исследованиям в области торговли. Вам нужно прилагать максимум усилий для опровержения своих

результатов. Вы должны пытаться убить свои маленькие творения. Пытайтесь думать о том, что может быть не так в вашей системе, и о том, что выглядит в ней подозрительно. Если вы проверите свою систему, искренне пытаясь опровергнуть ее, то тогда, может быть — лишь может быть, — она окажется работоспособной.

— Используете ли вы в своих системах графические фигуры?

— Большинство из того, что выглядит хорошо на графиках — скажем, 98%, — не работает.

— Почему?

— По складу своему человеческий ум склонен созда вать стереотипные фигуры. Он видит фигуры даже в случайных данных. В одной из книг по статистике, на писанных на рубеже столетий, об этом говорится так: «Если глаз очень хочет найти стереотипные фигуры, он найдет их везде». Иными словами, вы будете видеть в графиках больше, чем в них есть на самом деле.

Кроме того, мы не рассматриваем данные с нейтральной точки зрения — т. е. когда человеческий глаз скользит по графику, он не придает всем точкам данных равный вес. Напротив, он стремится сфокусироваться на некоторых выдающихся участках, и мы стремимся составлять свое мнение на основе этих особых участков. Человеческой природе свойственно выбирать случаи потрясающего успеха метода и пропускать повседневные убытки, съедающие вас до костей. Поэтому даже довольно тщательное изучение графиков зачастую оставляет у исследователя впечатление, что система значительно лучше, чем она есть на самом деле. Даже если вы пойдете на шаг дальше и проведете тщательное изучение вручную, все равно существует сильная тенденция к искажению результатов. Собственно говоря, такое искажение существует во всех научных исследованиях, вот почему проводятся повторные тесты. Даже самый честный исследователь будет

склонен исказить данные в пользу своей гипотезы. И тут ничего не поделаешь. Когда я провожу исследования без помощи компьютера, я исхожу из того, что должен занижать свои результаты на 20-50%.

— Помню, как-то раз летел я из Сан-Франциско в Нью-Йорк и вдруг придумал новую систему, которая мне очень понравилась, и я захотел ее проверить предварительно на графиках. В системе этой использовался довольно обычный индикатор (стохастик, кажется), но необычным образом. Я визуально проверил систему на нескольких различных рынках, и она, казалось, давала потрясающие результаты. Затем я, в конце концов, прогнал систему через компьютер и обнаружил, что на самом деле она теряла деньги. А случилось вот что. Когда я сравнивал индикатор, находившийся в нижней части страницы, и цену сверху, у меня получалось смещение на день или около того. Поскольку сигналы поступали во время периодов быстрого движения цены, смещение на один день могло означать ошибку в размере около 500 пунктов (для **индекса S&P 500). Поэтому то, что казалось прекрасной системой, оказалось абсолютно бесполезной вещью. И с тех самых пор я очень осторожно делаю заключения на основе ручного тестирования. Я всегда жду до тех пор, пока не будут получены компьютерные результаты.**

— Стремление находить стереотипные фигуры является той самой человеческой слабостью, которая убеждает людей, что суеверия, астрология или гадание являются вполне надежными и законными вещами. Успех производит гораздо большее впечатление, чем неудача. Вы помните те случаи, когда гадалка попала в точку, и стремитесь забывать случаи, в которых предсказание было неопределенным или неправильным.

— Итак, вы полагаете, что чтение графиков полно ловушек и необоснованных предположений.

— Да, это так. Может быть, и есть люди, у которых это получается, но я, безусловно, к их числу не отно шусь. Каждый известный мне трейдер, работающий на основе распознавания фигур графиков, всегда увеличи вает объемы в сделках, которые ему по-настоящему нра вятся, и снижает объем в сделках, которые ему нравят ся не очень. В принципе, это нехорошая идея. Если вы считаете, что сделка не совсем обоснована, лучше совсем откажитесь от нее. И уж, конечно, неправильно инвес тировать в одни сделки больше, чем в другие. Кроме то го, если вы думаете, что, разглядывая графики, создаете прибыльную ситуацию, вам очень трудно не почувство вать свою вину, если сделка не срабатывает.

— Что, как я понимаю, плохо.

— Да, это очень сильно дестабилизирует.

— Если же вы торгуете с помощью механической системы, то такой проблемы не существует.

— Совершенно верно. Ваша работа состоит в том, чтобы следовать системе. Если система совершает что-то, что приводит к убыткам, это всего лишь ожидаемая часть системы. Ваше суждение должно основываться на общей эффективности вашей системы, и нет никакого смысла в том, чтобы задумываться о каждой отдельной сделке.

— Я полностью понимаю психологические преиму щества механического подхода (при условии, конечно, что он эффективен). Но при этом вы также говорите, что скептически относитесь к чтению графиков как к общему подходу к торговле.

— Когда у меня появляется идея, основанная на фи гуре графика, я стараюсь свести ее к алгоритму, кото рый могу протестировать на компьютере. Если метод по-настоящему правилен, то вы должны быть в состо янии объяснить его компьютеру. Даже если вы не мо-

жете определить его точно, вы все равно должны суметь составить алгоритм, приблизительно описывающий эту фигуру. Если ваш алгоритм дает ожидаемую прибыль в районе нуля — а обычно так и бывает, — тогда не обманывайте себя верой в то, что фигура эта может быть справедлива в зависимости от какой-то интерпретации, которую вы не можете описать.

— Иными словами, компьютер не врет, и лучше верить ему, чем свои интуитивным представлениям о надежности фигур.

— Да, потому что, как я упоминал ранее, человечес кий ум стремится находить стереотипные фигуры там, где их не существует.

— Следуете ли вы своим системам неукоснительно или иногда вмешиваетесь в них?

— На этой стадии игры компьютерные и торговые системы являются механическими алгоритмами. Они могут быть сложными, но все равно они довольно-таки бесхитростны. Любая известная мне система, если тор говать с ее помощью большими суммами денег, в конеч ном счете приводит вас в зону повышенного риска. Ко нечно, этой уязвимости можно избежать, если торговать в очень небольшом размере, постепенно входя в рынок и выходя из него, — но это довольно-таки дорогостоя щее решение с точки зрения общей результативности. Поэтому лучше торговать на неком разумном уровне, а когда вы чувствуете сами, что риск слишком велик, отказывайтесь от своей системы и уменьшайте размер позиции. Кроме того, любая хорошая система время от времени ввергает вас во что-то исключительно глупое. В таких случаях жизненно важно использовать свое собс твенное суждение.

Говоря в общем, однако, если в системе есть какой-то толк, не отказывайтесь от нее, за исключением тех случаев, когда она явно нарушает цели своего создания. Не

приобретайте привычку следовать системе в один день и отказываться от нее на другой. Оставьте свою изобретательность и творчество для исследовательской работы.

— Можете ли вы дать мне пример того, как система нарушает цели своего создания?

— В день краха фондового рынка (19 октября 1987 года) у меня была короткая позиция по S&P и короткая позиция по евродолларам. На закрытии S&P упали на 8 тыс. пунктов, а евродоллары — только на 5 пунктов. Мой менталитет трейдера говорил мне, что евродол лары должны были понизиться хотя бы на 40—50 пунк тов — просто заодно с падением S&P. И хотя моя сис тема по-прежнему требовала короткой позиции по ев родолларам, я закрыл эту позицию, потому что мне не понравилось поведение рынка.

— Было ли это правильно?

— Да. На следующий день рынок открылся почти на 300 пунктов выше.

— Когда вы обнаруживаете, что ваша система делает что-то неоптимальное по причинам, которые вы може те сформулировать, как это было в только что приве денном вами примере с евродолларом, модифицируете ли вы затем свою систему с тем, чтобы встроить в нее новое правило, применимое в таких ситуациях?

— Если вы постоянно сталкиваетесь с определенной проблемой или находите в системе структурный недо статок, значит настало время изменить систему. Но вам не следует изменять ее каждый раз, когда она делает что-то такое, что вам не нравится. Ни одна система разумной алгоритмической сложности не будет при всех мысли мых и немыслимых обстоятельствах вести себя в пол ном соответствии с замыслом ее автора. Автор системы не может предвидеть все возможные ситуации, а если бы и мог, то было бы неразумно включать в систему допол-

нительную степень свободы для того, что происходит реже, чем раз в год.

— Не припомните ли вы какие-нибудь другие при меры того, как вы вмешивались в работу системы?

— Да, незадолго до войны в Персидском заливе. Это была абсолютно беспрецедентная ситуация. Раньше у нас никогда не было войны, которая начиналась бы по ульти матуму. Мой инстинкт говорил мне, что торговать нельзя, но были и другие соображения. Я, в принципе, придержи ваюсь точки зрения, что пропустить важную сделку — это еще более серьезная ошибка, чем совершить плохую сдел ку. В любой стоящей системе найдутся самые разнообраз ные защищающие вас предохранители (т. е. обеспечива ющие ваш выход) на случай, если вы открываете плохую сделку. С другой стороны, когда вы пропускаете хорошую сделку, у вас обычно нет никакой защиты — т. е. ничто в системе не гарантирует, что вы, в конечном счете, выйдете на рынок. Кроме того, упущение хорошей сделки может быть деморализующим и дестабилизирующим фактором, особенно если вы переживаете период проигрышей. И как многие другие плохие торговые решения, дело заканчива ется тем, что такая ошибка стоит вам больше тех денег, ко торые вы потеряли или не сделали на этой сделке. Пропуск крупной сделки имеет тенденцию оказывать разрушаю щее воздействие на всю вашу торговую стратегию. Иногда могут потребоваться недели, прежде чем вы снова станете на рельсы. По всем этим причинам я считаю, что не торго вать — недопустимо.

— Но я думал, вы сказали, что это был тот случай, когда вы вмешались в систему?

— Я открыл эти сделки, но уменьшил свой обычный размер позиции до половины.

— И что же случилось?

— Я проиграл, или, точнее, наполовину проиграл.

— Таким образом, ваше вмешательство снова, похо же, улучшило результат. А были ли случаи, когда вме шательство в систему оборачивалось против вас?

— Не раз. Один такой выдающийся случай произо шел несколько лет назад после того, как у меня была бо лее длительная, чем обычно, полоса убытков. В то вре мя у меня была длинная позиция по валютам. Во вре мя уик-энда развилась некая международная ситуация, которая привела к резкому росту курсов валют против доллара. В понедельник утром на меня, казалось, сва лилась нежданная прибыль. Под тем предлогом, что я якобы сокращал риск из-за повышения волатильности, я взял прибыль по половине своей позиции. Фактически мой риск на этих рынках в то время был невелик, и я мог легко позволить себе дополнительный риск, сохра нив всю эту валютную позицию. Дело было просто в том, что после большого периода убытков мне трудно было вынести мысль о том, что я могу потерять всю эту прибыль. По существу, я говорил себе, что валюты уже повысились достаточно — т. е. пора было начинаться обратному тренду. Вскоре после этого валюты пережили еще один восходящий взрыв, больше чем первый. Такие вот по собственной вине упущенные возможности го раздо горше, чем убытки.

— А в целом, как вы считаете, ваше вмешательство улучшало или ухудшало общий результат?

— У меня был опыт одновременной торговли для се бя, чем, собственно, я занимался почти всю свою карь еру, и управления счетом для партнера, где я торговал исключительно по механической системе. И хотя ре зультаты моего счета были хорошими, счет, которым я торговал исключительно по механической системе, был определенно лучше.

Я знал, что хорошая система превзойдет меня в урожайный год, но думал, что смогу превзойти систему в год посредственный (может быть, когда-то так и было,

но с течением времени мои системы улучшились). Опыт этот говорит об обратном.

— И все же, как я понимаю, до этого непреднамерен ного эксперимента вы, должно быть, думали, что ваше вмешательство улучшает результаты.

— Это потому, что вам запоминаются именно те слу чаи, когда вы делаете что-то, позволяющее как будто перехитрить систему, а повседневное проскальзывание, как правило, забывается. Очевидно, мое вмешательство стоило мне денег, даже если я думал по-другому.

— А после этого вы изменили свой взгляд на вме шательство?

— Конечно. Теперь я считаю, что это должен быть гораздо более избирательный процесс, чем то, что я де лал много лет назад. Вам следует пытаться найти выход своему энтузиазму и изобретательности во время иссле дований по вечерам, а не за счет вмешательства в работу системы днем. Вмешательство — это нечто такое, что вам следует осуществлять только при неожиданных об стоятельствах и только после хорошего обдумывания. Если вы заметите, что вмешиваетесь в работу системы на регулярной основе, это верный признак того, что есть что-то, что вы хотите включить в систему, но не сделали этого ранее.

— Можете ли вы сказать что-нибудь о том, как вы выбираете свои сделки помимо системы?

— Я не люблю покупать на коррекциях. Если рынок идет вверх, и я думаю, что должен открыть длинную по зицию, я скорее куплю, когда рынок напористо идет вверх, чем буду ждать коррекции. Покупка на коррекции яв ляется психологически соблазнительной, потому что вы чувствуете, что покупаете дешевле, чем могли бы сделать некоторое время назад. Однако я думаю, что этот подход содержит в себе нечто большее, чем просто ложку дегтя.

Если рынок вернулся назад достаточно, чтобы создать значительную разницу в цене покупки, то сделка эта может быть не так уж и хороша, как кажется. Хотя сделка все еще может сработать, есть довольно большая вероятность начала разворота тренда. Еще более важно то, что стратегия покупок на коррекциях часто приводит к пропуску сделки вообще или вынужденной покупке по более высокой цене. Покупка на коррекции — это одна из тех уловок, которые дают скорее психологическое удовлетворение, чем какие-то выгоды в смысле повышения прибыли. В принципе, таких вещей, которые дают вам успокоение, нужно избегать — обычно успокоение это бывает ложным.

— Можете ли вы как-то рационально объяснить, почему работают системы следования за трендом?

— Людям свойственно сосредотачиваться на резуль татах, которые кажутся наиболее вероятными, и игно рировать сценарии с низкой вероятностью. Тем не ме нее, время от времени в поле зрения участников рынка попадают некоторые варианты с малой вероятностью, которыми ранее пренебрегали, — это так называемый пороговый эффект. Рынок должен периодически учи тывать в ценах эти «новые» возможности. Очевидно, успех следования за трендом означает, что движения оп ределенного размера имеют более чем случайную веро ятность стать началом таких периодических смещений. Конечно, перед человеком, следующим за трендом, сто ит задача, как отличить начальные участки таких движе ний от случайных колебаний.

— Вы знакомы с системами, которые продаются публике?

— Я в свое время пытался следить за ними, но так как на продажу предлагают гораздо больше мусора, чем де льных систем, нашел это слишком утомительным заня тием. Приходится отсеивать такое огромное количество бесполезного и одновременно сложного, что, я думаю,

лучше уж тратить время на самостоятельное создание систем.

— Почему вы классифицируете эти системы как бесполезные?

— Потому что они, как правило, созданы путем под гонки результатов к историческим данным.

— Как вы думаете, чрезмерная подгонка является следствием наивности? Или же безграничного стрем ления продать как можно больше систем?

— Сейчас это, вероятно, в основном нечестность.

— А вы много чужих систем изучили?

— Примерно пятьдесят.

— Из этих пятидесяти сколько имело какую-то цен ность?

— Одна. И я не думаю, что она имела ценность как система, а скорее содержала в себе элемент, который я смог использовать позднее.

— Значит, вы считаете, что покупка систем — это пустая трата денег?

— По больше части, я думаю, так и есть. Представить себе не могу, сколько денег придется потратить челове ку, чтобы иметь шанс наткнуться на что-нибудь хоро шее. Если у вас есть достаточно знаний для того, чтобы оценивать чужие системы, лучше потратьте время на разработку собственных идей. Я не рекомендовал бы по купать системы.

— Справедливо ли мнение, что если система по-на стоящему работает — под этим я понимаю сочетание хорошей прибыльности, низкой волатильности и на дежности, — то для ее владельца не будет никакого де нежного смысла продавать ее?

— В принципе, может случиться иной раз, что кто-то придумает что-то по-настоящему хорошее и продаст, потому что ему нужны деньги. Но, по моему опыту, листая графики во время езды в автобусе, ничего хорошего не придумаешь, такие вещи создаются на протяжении многих лет. Как правило, если человек вкладывает в разработку системы значительное количество времени и денег, он хочет использовать эту систему, а не продавать ее.

— Каково ваше мнение о теории противоположного мнения?

— Сторонники противоположного мнения пытаются протолкнуть идею о том, что если на рынке существует некоторое единодушное мнение, то оно всегда ошибочно. Хотя теоретически при условии наличия правильной информации этот подход может работать, на практике информация, доступная трейдерам — сторонникам противоположного мнения, имеет весьма спорное значение.

Например, рассмотрим цифры, отражающие преобладающее мнение. Они основываются на рекомендациях со стороны рыночных информационных бюллетеней, консультативных служб и т. д. Следовательно, эти цифры отражают торговлю очень непредставительной группы трейдеров — тех, кто торгует на основании чужих советов. Я вообще ни с одним из таких людей не знаком. В любом случае, вопрос это эмпирический: насколько правильно популярные индикаторы настроений отражают общее мнение участников рынка? Наши исследования указывают, что на рынке с исключительно высоким бычьим консенсусом немного выгоднее покупать, а не продавать.

— Есть ли у вас какое-нибудь мнение о популярных технических индикаторах перекупленности/перепроданности, таких как RSI и стохастики?

— Я думаю, что эти индикаторы почти бесполезны. Я не имею в виду, что вам не следует заниматься изуче нием этих подходов — вы можете добиться весьма вы дающихся успехов в ваших исследованиях, но только не в вашей торговле.

— С исследовательской точки зрения не назвали бы вы эти подходы ложными индикаторами?

— Да, в смысле ожидания прибыли они близки к ну лю. То, что эти индикаторы зарабатывают во время кон солидации рынка, они теряют во время трендов.

— Как выдумаете, почему так популярны эти под ходы, если они не эффективны для торговых целей?

— Во-первых, когда вы смотрите на эти индикаторы при наложении их на график цены, они выглядят лучше, чем есть на самом деле. Человеческий глаз стремится вы бирать те моменты, когда эти индикаторы точно предска зывают незначительные вершины и основания, но про пускает все фальшивые сигналы и степень, до которой они оказываются неправильными в течение трендов.

Формально ошибка заключается в путанице между понятиями априорной и апостериорной вероятности. Например, известно, что большинство движений цены до экстремального значения происходит в дни разворота (день разворота — это день, когда рынок достигает нового максимума (минимума) и затем меняет направление, закрываясь ниже (выше) закрытий одного или нескольких предшествующих дней). Это говорит вам только о вероятности, что при ценовом экстремуме может быть день разворота. На самом деле вам нужно знать, какова вероятность иметь экстремум*— т. е. устойчивое изменение тренда рынка — при условии, что у вас есть день разворота. Это очень разные вероятности. То, что одна вероятность высока, ни в коей мере не означает, что высока также и другая. Если у 85% всех вершин и оснований есть некое качество X, но это качество X появляется доста-

точно часто и в других местах, то использование такого индикатора в качестве сигнала разорит вас до нитки.

Кроме того, эти подходы привлекательны потому, что они играют на сильной человеческой тенденции, склоняющей людей торговать против тренда или сокращать сделки, следующие за трендом. Всегда очень соблазнительно ликвидировать хорошую сделку при малейшем подозрительном признаке.

— А что вы скажете о циклическом анализе, являющемся еще одним техническим приемом, используемым трейдерами для предсказания вершин и оснований?

— Существуют очень мощные научные методы циклического анализа, особенно анализ Фурье, который был изобретен в XIX столетии главным образом для понимания механизма теплопередачи. Анализ Фурье неоднократно пытались применять к рыночным ценам, начиная еще с работы французского математика Луи Башелье в конце XIX века. Все эти научные исследования не смогли найти в ценовых данных каких-либо систематических циклических компонентов. Эти неудачи являются сильным аргументом против достоверности различных торговых систем, основанных на циклах. И я хотел бы подчеркнуть, что техника нахождения циклов гораздо более сильна, чем техника нахождения трендов. Нахождение циклов является классической научной задачей.

— А что вы скажете о различных исследованиях с целью найти циклы в ценовых данных?

— Рынки повышаются и понижаются. Поэтому в довольно свободном значении этого слова на рынках присутствуют и циклы. Беда в том, что вы можете подогнать синусоидные волны очень близко даже к совершенно случайным фигурам. Если вы позволите периодам циклов сжиматься и расширяться, пропускать колебания и даже разворачиваться — как делают многие

из этих теоретиков циклов (или, возможно, более правильно назвать их цикломанами), — тогда вы сможете втиснуть в циклы любой изменяющийся ряд данных. Но суть здесь в том, что строгая статистическая техника, такая как анализ Фурье, демонстрирует, что эти так называемые циклы являются случайными движениями.

— Верите ли вы в то, что попытки применить в торговле искусственный интеллект окажутся успешными?

— Я думаю, что в конечном счете кибернетические устройства смогут превзойти человека при выполнении любой задачи, включая торговлю. Не думаю, что только потому, что мы сделаны из углерода и фосфора, мы можем делать такие вещи, которые не могут делать существа из кремния и меди. А поскольку у кибернетических устройств отсутствуют многие из наших человеческих ограничений, когда-нибудь они смогут делать это лучше. У меня нет сомнений, что в конечном счете лучшим трейдером мира станет автомат. Я не говорю, что это произойдет скоро, но, вероятно, это будет достигнуто в течение нескольких следующих поколений.

— Значительная часть научного сообщества утверждает, что случайный характер поведения цены означает, что невозможно разработать торговые системы, которые смогут в течение длительного времени превосходить рынок. Что вы скажете на это?

—Данные, опровергающие теорию случайного блуждания рынка, чрезвычайно велики. Сотни трейдеров и управляющих смогли получать прибыль с помощью механических систем, основанных на поведении цены.

— Что вы скажете по поводу аргумента, что из большого количества торгующих людей некоторые обязательно будут добиваться успеха, причем чисто случайно?

— Такое возможно, но вероятность лишь случайного получения такого успеха, который мы имели и продол жаем иметь, находится где-то в районе нуля. Системы работали для нас год за годом. Мы обучили работе с эти ми системами других людей, и они стали работать и для них. Затем эти люди стали управлять деньгами других людей, но и в этом случае системы продолжали рабо тать. Всегда существует вероятность, что все это могло произойти благодаря удаче, но вероятность этого беско нечно мала.

В последнее время происходит значительное изменение научных взглядов на этот предмет. Когда я впервые занялся этим бизнесом, механическая торговля считалась каким-то чудачеством. С тех пор появляется все больше и больше научных работ, содержащих доказательства того, что теория случайного блуждания ложна. Системная торговля из незначительной идеи превратилась в новое общепринятое понятие. Не думаю, что это могло бы произойти, если бы за ней ничего не стояло. Однако я должен признать, что испытываю некоторое неудобство, поскольку то, что начиналось как новаторская идея, стало элементом общепринятого мышления.

— Безусловно, невозможно доказать, что поведение рынков случайно.

— Правильно. Вы сталкиваетесь с проблемой попыт ки доказать отрицательное утверждение. Хотя утверж дение, что рынки случайны, является положительным утверждением, фактически вы пытаетесь доказать от рицательное. Вы пытаетесь доказать, что в движениях цен не существует систематического компонента. Любое отрицательное утверждение очень трудно подтвердить, потому что вы стараетесь доказать, что что-то не сущес твует. Например, рассмотрим отрицательное утверж дение, что вокруг Юпитера не вращаются шоколадные торты. Скорее всего, это утверждение справедливо, но доказать его очень трудно.

Теория случайного блуждания обладает этим недостатком, свойственным отрицательным утверждениям. Тем не менее, в отсутствие каких-либо фактов, подтверждающих противоположное, эта теория может выглядеть вполне правдоподобно. Я думаю, однако, что сейчас накопилось достаточно фактов, доказывающих обратное, и любой ученый, по-прежнему придерживающийся мысли, что рынки случайны, на самом деле отказывается смотреть в глаза реальности.

— В последние годы произошло огромное увеличение сумм денег, управляемых профессиональными трейдерами с использованием компьютеризированных стратегий следования за трендом. Не убьет ли, в конечном счете, этот рост популярности курицу, несущую золотые яйца?

— На вопрос, не портит ли системную торговлю преобладание системных трейдеров, особенно группы крупных менеджеров, ответить трудно, потому что существуют два очень разных вида свидетельств, приводящих к противоположным результатам. Во-первых, существуют количественные статистические доказательства того, что системы продолжают работать. Далее, существует качественный аргумент, сводящийся к тому, что преобладание системных трейдеров должно изменить рынок настолько, что прибыль таким образом извлекать больше будет нельзя. Иными словами, сторонники теории случайного блуждания смогут, в конце концов, победить в споре.

— Оба аргумента не могут быть правильными. В какой из них верите вы?

— Системные трейдеры по-прежнему имеют важного старого союзника — человеческую природу. Человеческая природа не изменилась. К счастью, по-прежнему остается много людей, торгующих на основе своих инстинктов. Но, вне всякого сомнения, игра становится все более трудной.

В эволюционной биологии одним из предлагаемых ответов на вопрос, почему половое (в отличие от бесполого) размножение получило столь широкое распространение, является гипотеза Красной Королевы, названная так в честь персонажа книги «Алиса в стране чудес», ибо в ее стране вы должны бежать изо всех сил только для того, чтобы оставаться на месте. Идея здесь состоит в том, что конкуренция настолько жестока, что для того, чтобы выжить, виды должны развиваться как можно быстрее, — и половое размножение дает своего рода эволюционный ускоритель. Аналогичным образом в нише системной торговли также существует сильная конкуренция, и трейдер должен разрабатывать системы с максимально возможной скоростью лишь для того, чтобы выжить.

— Означает ли это, что все увеличивающаяся доля профессионалов во всеобщей торговой вселенной изменит природу рынков настолько, что ранее действовавшие системы не смогут более работать?

— Думаю, это так. Вот почему я готов принимать системы с несколько более низкой теоретической эффективностью, если считаю, что они отличаются от того, что, по моему мнению, используют большинство других системных трейдеров.

Когда я говорю людям, желающим разрабатывать системы, что изменяющаяся природа рынков может обесценивать значительную часть исторических исследований, они неизменно отвечают, что ответом является разработка систем, основанных на недавних данных — как если бы это было так просто. У такого подхода есть серьезная проблема. Недавние данные обладают меньшей статистической значимостью, чем долгосрочные исторические данные, просто потому, что их значительно меньше. Системы, основанные исключительно на недавних данных, имеют слишком слабую поддержку. И этот ключевой факт обойти никак нельзя.

— Если бы вам довелось начать все с начала, что бы вы сделали по-иному?

— Я уделял бы больше внимания управлению капи талом. К моему сожалению, это то, что я игнорировал в течение первых лет торговли. Парадоксально, но хотя управление капиталом более важно, чем тайминг рынка, математически это более решаемая проблема.

— Есть ли что-нибудь уникальное в вашем подходе к управлению капиталом?

— Недостатком многих схем управления капиталом является то, что они связаны с использованием функ ции логарифмической полезности. Естественно, такая модель исходит из того, что «полезность» одинакового процентного увеличения капитала остается постоянной независимо от абсолютной величины капитала. Пробле ма этой модели состоит в том, что она не ограничена; в конечном счете она велит вам рисковать всем, что вы имеете.

Существует техническое возражение против функций неограниченной полезности, известное как «парадокс Санкт-Петербурга». Могу подтвердить его справедливость неким упрощенным примером. Предположим, что у вас есть миллиард долларов. Если ваша функция полезности не ограничена, значит, существует такая сумма денег, которая обладает полезностью настолько огромной, что вы будете готовы рисковать ради нее всем своим миллиардным состоянием. На самом деле, естественно, нет таких денег, хотя могут быть, конечно, и неденежные соображения (например, лишняя сотня лет жизни), ради которых человек в здравом уме поставит на кон все свое состояние в один миллиард долларов. Следовательно, с неограниченными функциями полезности что-то не так.

В нашей работе по управлению риском мы используем только ограниченные функции полезности. Тем не менее, некоторая часть наших моделей рассчитывает оп-

тимальные для инвестиций доли капитала, независимые от абсолютной величины богатства.

— Какой суммой вы рискуете в отдельной сделке? Есть ли у вас для этого какая-то формула?

— Не следует планировать риск в сделке больший, чем 2%. Хотя, конечно, вы все равно можете потерять больше, если рынок открывается с разрывом за пределами предполагаемого уровня выхода.

Что касается размера ставки, то если вы построите кривую прибыльности системы в зависимости от размера позиции, то получите график, напоминающий контур кита из мультфильма, если расположить его головой направо. Левая сторона графика, относящаяся к относительно малому размеру позиции, будет почти прямолинейной — в этом диапазоне увеличение размера позиции приносит пропорциональное увеличение прибыли. Но когда вы увеличиваете размер позиции сверх этого диапазона, то восходящий наклон начинает сходить на нет — это происходит из-за все более крупных абсолютных значений убытков, которые заставляют вас торговать меньше, ограничивая вашу способность возвращаться на рынок после полосы неудач. Теоретический оптимум достигается примерно там, где у кита находится дыхало. Справа от этого оптимума график резко падает вниз — размер позиции лишь чуть больше теоретического оптимума дает отрицательную производительность.

Размер позиции — это тот аспект, где не стоит стремиться к оптимуму. Оптимум достигается сразу перед обрывом. Поэтому размер вашей позиции должен находится в верхней части диапазона, где график еще почти прямой.

— Насколько важен в торговле ум?

— Я не видел особой взаимосвязи между хорошей торговлей и умом. Некоторые выдающиеся трейдеры весьма умны, а некоторые нет. Многие исключительно умные люди являются ужасными трейдерами. Вполне

достаточно среднего ума. А вообще-то гораздо более важно эмоциональное состояние.

— Я полагаю, вы участвовали в разработке систем, которые преподавались для «черепашек» (более под робно об этом см. в следующей главе).

— **Да,** это так.

— Насколько я понимаю, катализатором подгото вительной программы для «черепашек» был ваш спор с Ричардом Деннисом относительно того, можно ли на учить успешной торговле.

— Да. Я придерживался точки зрения, что научиться этому просто невозможно. Я утверждал, что один лишь факт, что мы можем делать это сами, не означает, что мы можем этому научить. Я исходил из того, что трейдер добавляет нечто, что нельзя встроить в механическую программу. Я оказался неправ. Программа «черепашек» имела исключительный успех. В подавляющем боль шинстве они научились торговать очень хорошо. От ветом на вопрос, можно ли научить торговать, является неоспоримое «да».

— Считаете ли вы, что системы, которые вы с Деннисом представили «черепашкам», деградировали, потому что теперь этими методами пользуются двад цать новых последователей?

— Если имея под управлением сотни миллионов они торгуют по-прежнему, вряд ли можно представить се бе, чтобы было иначе. Однако трудно сказать, до какой степени «черепашки» продолжают торговать по той же системе. Я бы скорее поверил, что теперь многие из них делают все совершенно по-другому.

— Если торговле можно научить, означает ли это, что ей можно научить любого человека, обладающего достаточным умом?

— Научиться торговать может любой человек со средним уровнем интеллекта. Это не высшая матема тика. Однако в торговле гораздо легче выучить то, что вы должны делать, чем делать это на практике. Хорошие системы противоположны нормальным человеческим склонностям. Из тех людей, которые могут выучить основы, успешными трейдерами может стать лишь не большой процент.

Если в азартную игру, ведущуюся среди определенного числа игроков, играть достаточно долго, в конечном счете все деньги достаются одному игроку. Если в деле участвует навык, то он ускорит процесс концентрации ставок в одних руках. Что-то в этом духе происходит и на рынке. Существует постоянная всеобщая тенденция, заставляющая капитал перетекать от многих к немногим. В конечном счете большинство проигрывает. Для трейдера это означает, что для того чтобы выиграть, вы должны вести себя как меньшинство. Если вы привносите в торговлю нормальные человеческие привычки и наклонности, вы тяготеете к большинству и неизбежно проигрываете.

— Не могли бы вы рассказать поподробнее о том, что вы считаете нормальными человеческими при вычками, ведущими к проигрышу?

— Ученые, занимающиеся теориями принятия реше ний, проводили эксперименты, в которых людям пред лагались различные варианты выборов между чем-то вполне гарантированным (суммами денег) и простыми лотереями для того, чтобы посмотреть, организованы ли рационально предпочтения субъектов. Они находят, что люди, как правило, выбирают реальный выигрыш, а не лотерею с более высоким ожидаемым выигрышем, но отказываются принять верный убыток и предпо читают сыграть в лотерею, где возможен еще худший убыток (при условии, что лотерея дает им возможность выпутаться). Эти явно инстинктивные человеческие на-

клонности и означают роковой конец для трейдера — т. е. быстрее забирай прибыль, но не закрывай убыточные позиции убытком.

Это отношение, кроме того, усиливается культурной средой, что видно из совета: хватайся за возможности, но не теряй своего в трудную минуту. Однако для трейдера более полезным советом было бы следующее: пока растут прибыли — не обращай внимания на возможность зафиксировать их, но в трудную минуту спасайся как заяц.

Есть одна распространенная пословица по этому предмету, которая абсолютно неверна: нельзя разориться, фиксируя прибыль. Именно так-то большинство трейдеров и разоряются. В то время как любители разоряются, соглашаясь на большие убытки, профессионалы разоряются, соглашаясь на маленькие прибыли. Проблема здесь по существу та же — человеческая природа настроена не на максимизацию прибыли, а скорее на максимизацию частоты выигрышей. Стремление максимизировать количество выигрышных сделок (или минимизировать число проигрышных сделок) работает против трейдера. Количество успешных сделок является наименее важным показателем эффективности системы и может даже негативно сказываться на общей прибыли.

— Существуют ли какие-то еще природные человеческие склонности, которые, по вашему мнению, мешают успеху в торговле?

— Есть еще такая штука, которую я называю «противотрендовое влечение». Существует целое созвездие эмоциональных факторов, которые заставляют людей играть против тренда. Люди стремятся покупать дешево, а продавать дорого, одно лишь это само по себе заставляет их торговать против тренда. Но понятие дешевизны или дороговизны должно быть к чему-то привязано. Люди имеют тенденцию считать цены, к которым привыкли, нормальными, а цены, находящиеся в стороне от этих уровней — ненормальными. Такой взгляд на вещи заставляет

людей торговать против развивающегося тренда, исходя из предположения, что цены, в конечном счете, вернутся к «норме». Это является путем к катастрофе.

— Есть ли другие аспекты человеческой природы, препятствующие торговому успеху?

— По-настоящему имеет значение долгосрочное рас пределение результатов ваших торговых методов, но психологически кажется, что самое большое значение имеет, окажутся ли успешными те позиции, которые вы имеете прямо сейчас. Текущие позиции кажутся слиш ком важными для того, чтобы рассматривать их с точки зрения равнодушной статистики. Возникает искушение изменить свои правила, чтобы эти текущие сделки ока зались успешными. Оба самых страшных греха торговли — чрезмерное промедление с убытками и преждевремен ное изъятие прибыли — являются попытками увеличить вероятность успеха текущих позиций, но на самом деле это серьезно подрывает долгосрочные результаты.

— Повидав на своем веку людей, состоявшихся как трейдеры, и тех, которым это не удалось, что вы ду маете о характеристиках, которые различают две эти группы?

— Те, кто выжил, избегают сценариев, в которых плохие сделки заставляют их становится эмоционально неустойчивыми и совершать еще больше плохих сде лок. Они также способны ощущать боль от проигрыша. Если вы не способны почувствовать боль от убытка, вы оказываетесь в таком же положении, что и несчастные люди, не имеющие рецепторов боли. Прикасаясь рукой к горячей плите, они неизбежно обжигаются. Без боли в этом мире выжить нельзя. Аналогична ситуация и на рынках — если убыток не причиняет боли, ваше финан совое выживание вряд ли будет возможно.

Я знаю нескольких мультимиллионеров, которые начали торговать на унаследованное богатство. Каждый из

них потерял все, потому что они не чувствовали боли, когда проигрывали. В первые несколько формирующих лет торговли они чувствовали, что могут позволить себе проигрывать. Вы добьетесь гораздо больших успехов, если будете выходить на рынок, балансируя над пропастью, чувствуя, что не можете позволить себе проиграть. И я скорее поставлю на успех человека, начинающего с несколькими тысячами долларов, чем на того, кто пришел с миллионами.

— Что может сделать проигрывающий трейдер, чтобы измениться?

— Я рассмотрел бы две ситуации. Если трейдер не знает, почему он проигрывает, то дело безнадежно. Не понимая причин неудач, невозможно с ними бороться. А в случае, когда трейдер знает, что он делает неправильно, могу посоветовать ему одну простую вещь: надо перестать делать то, что он делает неправильно. Если он не может изменить свое поведение, то ему следует стать догматическим системным трейдером.

— Были ли у вас сделки, оказавшиеся особенно трудными с эмоциональной точки зрения?

— Однажды в свой первый год торговли я открыл длинную позицию по сое всего в нескольких центах от восходящего лимита. Затем рынок без единого восходящего тика прошел от восходящего лимита до нисходящего лимита. Это заняло примерно три минуты. Такое поведение убедило меня, что нужно открыть короткую позицию на нисходящем лимите. Через две минуты рынок снова поднялся до восходящего лимита.

— Чему же научил вас этот опыт?

— Это был мой первый урок управления риском. На этих двух сделках я за пять минут потерял более половины своего капитала.

— Как вы оправились от этого убытка?

— Торгуя понемножку, принимая много небольших решений вместо того, чтобы пытаться отыграть все в не скольких сверхприбыльных сделках.

— Трудно ли вам справляться с эмоциональными последствиями больших убытков?

— Во многих случаях большие прибыли являются даже более предательскими в смысле эмоциональной дестабилизации, чем крупные убытки. Я думаю, что очень важно не быть эмоционально связанным с круп ными прибылями. И я, конечно, совершал свои худ шие ошибки после длительных периодов выигрышей. Когда у вас наступает длительная полоса выигрышей, появляется искушение думать, что вы умнее рынка, и это позволит вам продолжать расти до бесконечности. Вы начинаете позволять себе принимать сомнительные решения. Можете представить себе, что происходит за тем? Как правило, убытки делают вас сильнее, а прибы ли — слабее.

— Позвольте мне расширить свой вопрос. Трудно ли вам справляться с эмоциональной стороной торгов ли — будь то крупные убытки или крупные прибыли?

— Торговля может быть положительной игрой в де нежном смысле, но отрицательной игрой — в эмоцио нальном. Иногда у меня бывало так: группа рынков, на которых я имел большую позицию, открывалась резко против меня, почти на уровне моей защитной останов ки. Убыток кажется опустошительным, иногда даже ка жется: не слишком ли высоко установлен мой уровень риска? Затем каким-то чудом мои стопы не срабатыва ют, и к середине дня рынки эти восстанавливаются в мою пользу примерно на столько же, на сколько до это го они ушли против меня. Что я при этом чувствую? Нет такого восторга, который мог хотя бы частично компен сировать утренний стресс. Прибыль, конечно, кажется

большой, но все равно она не может перекрыть ту более раннюю боль от убытка.

Вышеописанный пример может до некоторой степени просто быть эмоциональным преувеличением, но сама по себе идея асимметричной реакции совершенно верна. Например, если движение цены доводит рынок до вашей точки стопа, вы не должны надеяться на ралли. Именно такое основанное на надеждах мышление заставляет трейдера соглашаться на еще больший убыток. Конечно, рынок может восстановиться (если не произошел разворот тренда), но об этом не стоит думать в то время, когда вам полагается выходить с рынка. А теперь представьте себе случай, когда рынок сильно идет не против вас, а в вашу пользу. Здесь вполне уместно думать об обратном движении. Резкость движения указывает на то, что волатильность только что увеличилась, а это значит, что даже большая неожиданная прибыль может быстро испариться. Ситуация эта асимметрична. Когда вы проигрываете, и мысль о том, что рынок восстановится, может утешать вас, об этой идее даже нельзя задумываться. С другой стороны, когда вы имеете большую прибыль, и мысль об обратном движении является неприятной, она должна рассматриваться в первую очередь. Торговля полна таких асимметрий, которые в целом делают ее делом эмоционально очень тяжелым.

— Если торговля является такой эмоционально не удовлетворяющей, не являются ли единственным ее оправданием финансовые соображения?

— Не могу представить себе, зачем заниматься ею, если не достигать положительных финансовых результатов. Это одна из немногих отраслей, где вы еще можете самостоятельно пройти путь от бедности к богатству. Ричард Деннис начал всего с несколькими сотнями долларов, и менее чем через два десятилетия у него были сотни миллионов — это очень мотивирует.

Если вы играете ради эмоционального удовлетворения, вы обречены на проигрыш, потому что очень часто приятные ощущения дают как раз неправильные действия. Ричард Деннис, бывало, говорил, иной раз весьма комично: «Если тебе это нравится, не делай этого». Собственно говоря, одним из правил, которым мы учили «черепашек», было: при прочих равных условиях делайте то, чего вам хочется сделать меньше всего. Вы с самого начала должны решить, ради чего играете. Ради удовольствия или ради успеха? Вне зависимости от того, чем вы это измеряете, деньгами или чем-то еще, чтобы выиграть в торговле, вы должны играть ради успеха.

Торговля, кроме того, очень затягивает. Когда ученые, занимающиеся поведенческой психологией, сравнили относительное влияние различных схем вознаграждения, они нашли, что прерывистое вознаграждение — положительные и отрицательные стимулы, применяемые случайным образом (например, когда крыса не знает, что она получит от прикосновения к решетке — удовольствие или боль) — вызывает гораздо большее привыкание, чем одни лишь положительные стимулы. Прерывистое вознаграждение соответствует опыту маниакального игрока, а также торговца фьючерсами. Разница состоит в том, что трейдер, возможно, сможет сделать деньги. Однако, как и большинство «эмоциональных» аспектов торговли фьючерсами, привыкание к ней грозит разорением. Привыкание является причиной, по которой столь многие брокеры, сделавшие состояния, закончили, в конце концов, полным разорением.

— Какой совет можете вы дать для того, чтобы справляться с эмоциональными ловушками, свойс твенными торговле?

— Некоторые люди очень хорошо умеют не тратить эмоциональную энергию на ситуации, которые они не могут контролировать (я к их числу не отношусь). Один

старый трейдер как-то сказал мне: «Не думай о том, что собирается сделать рынок, ты на это никак повлиять не можешь. Думай о том, что ты будешь делать в тех или иных ситуациях».

В частности, вам вообще не следует тратить время на размышления о тех замечательных сценариях, в которых рынок идет в вашу сторону, поскольку в таких ситуациях вам делать совершенно нечего. Вместо этого думайте над такими вещами, которых вы хотите меньше всего, и о том, что вам нужно будет делать в этом случае.

— Можете ли вы посоветовать, как справляться с периодами длительных проигрышей?

— Не следует слишком погружаться мыслями в убытки. Если вас терзают страхи, направьте эту энергию в исследования. За много лет работы в C&D (компании, в которой Деннис и Экхардт были партнерами) мы делали свои лучшие открытия, когда теряли деньги.

— Вы думаете, причиной этого было то, что в это время у вас появлялась наибольшая мотивация для улучшения ваших методов?

— Вероятно, так и есть.

— Есть ли среди открытий, сделанных вами в отношении рынков и торговли за долгие годы, что-нибудь такое, что оказалось особенно удивительным или трудным для понимания?

— Несколько лет назад одна компания проводила ежегодный конкурс работы с графиками. Конкурсанты должны были до определенного срока предсказать цены закрытия нескольких фьючерсов на определенную дату. Один из сотрудников нашего офиса (Дэйл Деллутри) решил, как я думаю, шутки ради использовать модель случайного блуждания. Иными словами, он просто взял в качестве своего прогноза цену закрытия на дату сдачи материала и при этом едва не выиграл главный приз. Его

имя оказалось в первой пятерке списка 50 лидеров этого соревнования.

В конкурсе этом участвовали сотни человек, а это значит, что более 95%, а вероятнее всего более 99% участников получили результат худший, чем дал слепой случай. Все это очень серьезно.

Масштабы результатов этой истории, похоже, поддерживают очевидный феномен, который я наблюдал много раз на протяжении многих лет, но для которого у меня нет неопровержимых доказательств: большинство людей торгуют хуже, чем трейдер, полагающийся исключительно на случайный выбор.

— Ваша гипотеза означает, что большинство трейдеров добились бы лучших результатов, действуя на угад, а не используя свои методы — мысль весьма провокационная. Как вы объясняете этот феномен?

— Рынок ведет себя во многом как ваш противник, который пытается научить вас торговать плохо. Я не хочу этим сказать, что рынок имеет какие-то намерения, потому что, конечно, никаких намерений у него нет. Уместной аналогией является теория эволюции, при изложении которой возникает ощущение, что эволюция имела какую-то цель. Например, птицы приобрели крылья для того, чтобы уметь летать. Технически это не верно. Птицы не являются сторонниками дарвинизма, и вы можете с уверенностью утверждать, что ни одна птица или протоптица никогда не собиралась выращивать у себя крыло. Тем не менее, результаты естественного отбора наводят на мысль, что у природы существовало намерение создать для животных какие-то приспособления, приносящие им выгоду.

Примерно так же можно говорить и о рынках. Любой человек, торговавший хотя бы некоторое время, начинает чувствовать, что рынки имеют какие-то личные характеристики. Очень часто у вас появляется чувство, что «они стараются вас достать», что на самом деле является

просто персонализацией этого процесса. Эта иллюзия имеет под собой вполне солидное основание. Рынок ведет себя во многом как наставник, пытающийся привить плохую технику торговли. Беда в том, что большинство людей усваивают эти уроки слишком хорошо.

— Пожалуйста, расскажите поподробнее. Какие именно уроки преподает этот наставник?

— Поскольку большинство небольших и умеренных прибылей имеет тенденцию исчезать, рынок учит вас хвататься за них прежде, чем они успеют ускользнуть. Поскольку рынок проводит больше времени в консо лидации, чем в трендах, он учит вас покупать на прова лах и продавать на подъемах. Поскольку рынок вновь и вновь возвращается к одним и тем же ценам, кажется, что если вы подождете достаточно долго, он вернется к тем ценам, на которых находился ранее — тем самым он учит вас держаться за плохие сделки. Рынок любит заманивать вас ложной безопасностью успешных на первый взгляд технических приемов, которые нередко в длительной перспективе оказываются катастрофически убыточными. Общая идея здесь состоит в том, что то, что работает чаще всего, как правило, оказывается поч ти противоположным тому, что работает в длительной перспективе.

Главная мысль, пронизывающая комментарии Экхардта, заключается в том, что то, что кажется приятным, обычно делать нельзя. В одном из примеров ученые, занимающиеся теорией принятия решений, продемонстрировали, что люди постоянно предпочитают выбирать верный выигрыш, а не игру, имеющую более высокий уровень вероятного выигрыша. Они также предпочитают играть с убытком, даже если ставкой является результат худший, чем альтернатива с гарантированным убытком. Эти инстинктивные предпочтения противоречат, пожалуй, самому фундаментальному принципу

успешной торговли: быстро прекращать свои убытки и позволять расти прибыли. И то, что этот афоризм стал избитой истиной, не делает его менее ценным.

Другим примером контрпродуктивных инстинктов является то, что Экхардт называет «противотрендовым влечением». Продажа на сильном рынке и покупка на слабом созвучна стремлению людей покупать дешево и продавать дорого. Хотя в момент открытия такие сделки могут казаться привлекательными, следование противотрендовому влечению почти неизбежно обречено на неудачу (это утверждение не означает, однако, что успех гарантирует противоположная стратегия — следование за трендом, — поскольку оба подхода влекут за собой операционные издержки).

Чрезмерная озабоченность трейдеров своими текущими позициями является еще одним примером разрушительного воздействия стремления к психологическому комфорту. Фиксация прибыли до достижения намеченной цели, удерживание позиций сверх намеченного уровня ликвидации убытка и ликвидация позиций до достижения точек стоп-лосса из-за страха понести убыток — все это примеры действий, направленных на достижение эмоционального комфорта. Однако все эти действия, скорее всего, окажут отрицательное влияние на долгосрочные результаты.

Природные наклонности людей сбивают их также с пути при системной торговле. Чем больше система подгоняется к прошлому поведению цен, тем более впечатляющими будут результаты системы на исторических данных, и тем лучше будет чувствовать себя трейдер, используя эту систему. Однако, как это ни парадоксально, чем больше усилий тратится на точную подгонку системы к прошлому поведению цен, тем хуже будут будущие результаты реальной торговли. Стремление разработать «красивую» систему приводит людей к принятию благоприятных результатов моделирования без должной критики. Очень часто замечательные резуль-

таты тестов на исторических данных являются просто следствием ошибочной или наивной методологии. Экхардт советует, чтобы все разработчики систем верили своим результатам только после того, как сделают все возможное, чтобы опровергнуть их.

Экхардт утверждает, что тенденция делать то, что удобно, приводит большинство людей к достижению на рынках результатов худших, чем случайное блуждание. Он утверждает, что большинство людей проигрывает не потому, что им не хватает знаний и навыков, а потому, что природные человеческие качества ввергают их в поведенческие модели, которые приводят к результатам худшим, чем случайные, — и это звучит очень убедительно. Если Экхардт прав — а я думаю, что это так, — то из этого следует, что в торговле наши природные инстинкты нас подводят. Следовательно, первым шагом к успеху в качестве трейдера является изменение поведения таким образом, чтобы делать то, что является правильным, а не то, что кажется удобным.

МОЛЧАНИЕ ЧЕРЕПАШЕК

Представьте себе английскую гостиную, отделанную дубовыми панелями. Два явно богатых джентльмена сидят в креслах, глядя в пылающий камин, попыхивая трубками и обсуждая свою философию торговли.

— Я думаю, Колин, что любого можно научить быть превосходным трейдером. В этом нет ничего магичес кого. Не требуется никакого исключительного таланта. Надо просто заучить соответствующие правила и следо вать этим правилам. И я совершенно не сомневаюсь в том, что любого могу научить, как сделать состояние на торговле.

— Все это чепуха, Дункан! Просто ты думаешь, что твой торговый успех является результатом твоей систе мы. Но ты не понимаешь, что у тебя есть особый талант. Ты можешь написать свои правила метровыми буква ми и заставить людей целый год читать их ежедневно, но они все равно не смогут делать того, что делаешь на рынках ты. Твой успех является следствием твоего та ланта. Этому научить нельзя!

— Что ж, Колин, мы повторяем одно и то же уже в сотый раз. Давай решим этот спор раз и навсегда. Поче му бы нам просто не взять десяток человек, научить их моей системе, дать каждому на торговлю по миллиону фунтов и посмотреть, что получится?

— Прекрасная идея, Дункан! Выбери десять чело век, подготовь их, и если по истечении одного года они

не смогут увеличить свой капитал по меньшей мере на 25% — а это скромная цифра с учетом того, что ты обычно делаешь за год в два-три раза больше, — ты заплатишь мне миллион фунтов. А если они смогут сделать больше 25%, то я заплачу тебе столько же.

Затем Дункан и Колин подошли к окну и стали высматривать среди прохожих потенциальных кандидатов для своего эксперимента. Каждый раз, когда они приходили к общему мнению по поводу того или иного человека, они посылали дворецкого, чтобы пригласить прохожего в дом.

Вышеописанное выглядит как забавный сюжет для рассказа или кинофильма (собственно говоря, это довольно вольная адаптация замечательного рассказа Марка Твена «Банковский билет в миллион фунтов стерлингов»). Однако давайте перенесемся из Лондона в Чикаго, уберем денежный элемент спора и используем более совершенный метод отбора кандидатов — и тогда история эта окажется истиной, а не вымыслом. Легендарный трейдер Ричард Деннис, который, как известно, превратил свою начальный капитал в несколько тысяч долларов в состояние, оценивающееся в 200 млн долларов, действительно имел такой спор со своим партнером Уильямом Экхардтом (интервью с которым помещено в предыдущей главе). Деннис утверждал, что успеху в торговле можно научить, а Экхардт поднимал эту идею на смех.

Чтобы разрешить этот непрекращающийся спор, Деннис и Экхардт решили провести свою версию описанного выше эксперимента. Они поместили объявление в *Wall Street Journal,* приглашающее людей, заинтересованных в том, чтобы пройти подготовку в качестве трейдеров. После процесса рассмотрения письменных заявлений, оценки результата экзамена и собеседования с отобранными финалистами из приблизительно тысячи откликнувшихся на объявление была отобрана группа в 13 человек. В течение примерно двух недель Деннис

и Экхардт преподавали этой группе счастливчиков некоторые свои системы. Ничего не скрывая, они передали этой группе все детали. После подготовки Деннис профинансировал эту группу и отправил ее торговать самостоятельно.

Первая группа добилась в течение первого же года настолько хороших результатов, что на следующий год Деннис повторил эксперимент со второй группой из десяти человек. Обе эти группы трейдеров получили прозвища «черепашек». Это довольно любопытное название родилось во время поездки на Восток, совершенной Ричардом Деннисом в то время. В ходе этой поездки он посетил черепашью ферму, на которой в огромных чанах выращивали черепах. В представлении Денниса картина выращивания тысяч копошащихся черепашек в огромных чанах была превосходной аналогией подготовки трейдеров.

Был ли прав Ричард Деннис? Можно ли на самом деле обучить людей быть исключительно успешными трейдерами? Чтобы ответить на этот вопрос, давайте вернемся на шесть лет назад, когда я готовился писать эту книгу. Начал я с поиска возможных кандидатов на интервью. При отборе фьючерсных трейдеров одним из использованных мною источников был ежеквартальный обзор, публикуемый *Managed Accounts Reports.* В этом отчете обобщаются результаты работы большого числа управляющих портфелями фьючерсов *(commodity trading advisors, CTA)* и дается краткая характеристика каждому трейдеру. В конце каждой такой характеристики находится сводная таблица, в которую включены основные статистические данные, такие как среднегодовая прибыль в процентах, максимальное падение капитала, коэффициент Шарпа (отношение прибыль/риск), процентная доля выигрышных месяцев и вероятность достижения при работе с данным CTA 50-процентного, 30-процентного и 20-процентного убытка. Объективности ради я листал страницы, обращая внимание только на

эти таблицы (а не на имена трейдеров), и отмечал тех консультантов, чьи положительные результаты казались особо из ряда вон выходящими. В итоге я отобрал восемнадцать из более чем ста СТА, представленных в данном обзоре. Восемь из этих восемнадцати трейдеров (44%) оказались «черепашками». Поразительно! Ричард Деннис был абсолютно прав (надо признать, что годом позже результаты эти были бы гораздо менее впечатляющими, ибо 1991 оказался для многих «черепашек» годом весьма несладким).

Мне показалось очевидным, что если я хочу пуститься на поиски ингредиентов торгового успеха, мне нужно поговорить с «черепашками». Уникальность эксперимента Денниса, похоже, дала необычную возможность увидеть, чем отличается подход к рынкам у разных людей, прошедших одну и ту же подготовку.

Хотя на бумаге эта идея выглядела неплохо, осуществить ее оказалось очень трудно. Во-первых, я обнаружил, что целый ряд «черепашек» просто отказываются разговаривать. «Послушайте, — говорил им я, — я понимаю вашу сдержанность. Однако уверяю вас, что не напечатаю ничего до тех пор, пока вы сами не увидите текста, и если вы решите, что неумышленно раскрыли какие-то свои торговые секреты, я обещаю не использовать этот материал. Весь риск на моей стороне. Ведь я могу пройти весь процесс интервью и редактирования, а вы в конце можете отказать мне в разрешении использовать этот текст. Чем вы рискуете?» Несмотря на эти заверения, несколько «черепашек» отказались даже рассматривать идею участия в интервью.

Но те, кто отказался беседовать со мной, были лишь частью проблемы. Главная проблема состояла в том, что остальные члены группы старались в основном не говорить ничего такого, что могло представлять хоть какой-то интерес. Я хорошо знал, что члены группы подписали соглашение о неразглашении каких-либо частей системы, и не рассчитывал, что они поделятся

этими секретами с остальным миром. Поэтому в процессе интервью я избегал каких-либо конкретных вопросов, касающихся самой системы. К сожалению, осторожность «черепашек» была настолько велика, что они избегали говорить обо всем, хотя бы отдаленно связанном с системой (поневоле на память приходят фильмы о Второй мировой войне, где сбитый американский летчик отвечает на все вопросы, повторяя свое звание, должность и номер части). Ниже следует характерный фрагмент с целью показать атмосферу типичного интервью.

— **Как вы выбираете свои сделки?**

— Я в основном использую систему, но не могу говорить об этом подробно.

— **Я знаю, что мы не можем обсуждать детали системы, но можете вы хотя бы сказать мне, в самых общих выражениях, почему эта система имеет тенденцию работать гораздо лучше, чем огромное большинство других существующих систем следования за трендом?**

— А я ничего о других системах и не знаю.

— **Хорошо, в целях сравнения давайте просто используем типичную систему, основанную на скользящей средней, которая по существу является одним из методов следования за трендом. Не раскрывая каких-либо конкретных торговых секретов, можете ли вы сказать в самом общем концептуальном смысле, чем отличается система, преподанная вам Деннисом, от этих более стандартных подходов?**

— Я предпочел бы не отвечать на этот вопрос.

— **По каким торговым правилам вы живете?**

— По тем же общим правилам, которые, я уверен, вы слышали повсюду. Не думаю, что смогу добавить здесь что-то новое.

— Поговорим о конкретной торговой ситуации. Недавнее начало воздушной войны США против Ира ка привело к ряду гигантских ночных движений це ны. Участвовали ли вы в каком-либо из этих рынков? Следили ли вы за этими рынками во время ночных сессий?

—Мне повезло — в то время я находился вне рынка сырой нефти.

— А как насчет рынка золота, который в то время также пережил огромный разворот цены?

— Да, у меня была позиция по золоту.

— Не секрет, что подход Денниса был по своей при роде следованием за трендом. Поэтому очевидно, что коль скоро длительное время до начала воздушной войны рынок повышался, у вас в то время должна бы ла быть длинная позиция. Война началась ночью, и хотя цены на золото сначала росли, к следующему ут ру они опустились более чем на 30 долларов. Следили ли вы за рынком в течение ночной сессии? И если так, то как вы отреагировали?

— Я закрыл позицию.

— Произошло ли это потому, что рынок получил новость, которая по своей природе должна была быть бычьей — речь идет о начале войны, — после чего лишь немного повысился и сразу начал падать?

— Не могу сказать.

— Вряд ли то, о чем я говорю, относится к секретам торговли. Шесть лет назад в одной книге я описал идею, что если рынок не откликается на важную новость со ответствующим образом, то это является существен ным показателем поведения цены. И я уверен, что был не первым и не последним, кто опубликовал эту идею. Все, о чем я спрашиваю, — было ли это основанием для

вашего решения быстро зафиксировать убыток, или было что-то еще?

—Были и другие соображения, но я об этом говорить не могу.

— Нет ли чего-нибудь такого, о чем мы не говорили, касающегося философии успешной торговли, о чем вы хотели бы рассказать?

— *(Длительная пауза.)* Нет, пожалуй. Ничего такого мне в голову не приходит.

Что ж, идея вам ясна. Применяя соответствующий торговый принцип, я решил прекратить свои убытки и, проведя несколько первых интервью с «черепашками», не обращаться за следующими. По-видимому, исключительная чувствительность «черепашек» к возможности раскрытия того, чему научил их Ричард Деннис, пусть даже ненамеренно, оказалось непреодолимым препятствием к ведению таких относительно открытых бесед, которые я имел с другими трейдерами.

Я, однако, выбрал короткие выдержки из двух интервью, проведенных мною с «черепашками». Следующий материал дает определенное представление об опыте «черепашек» и некоторые идеи о полезности уроков или советов по торговле.

МАЙКЛ КАРР

После почти паранойи и даже грубости, с которыми я столкнулся, обращаясь с просьбами об интервью к некоторым «черепашкам», отношение Майкла Карра *(Michael Can)* вызвало приятное чувство облегчения (он не только любезно согласился на интервью, но и, узнав, что я увлекаюсь туризмом, проявил достаточно внимания, чтобы послать мне брошюру о «Тропе ледникового периода», проходящей недалеко от его дома).

Карр входил в первую группу «черепашек», подготовленных Ричардом Деннисом. Он начал торговать в 1984 году и за четыре года торговли на Денниса делал прибыль в среднем по 57% в год (в первой трети 1988 года, когда Деннис прекратил эту программу, он переживал скромный убыток). Карр не возобновлял торговлю до августа 1989 года, когда он открыл свою компанию CTA. По состоянию на конец 1991 года капитал Карра увеличился на 89%.

Я проинтервьюировал Карра в его доме в Висконсине, который фактически стоит посреди озера и соединяется с берегом очень длинной подъездной дорогой. Я приехал, когда как раз начинался шторм. Из офиса Карра, со всех сторон окруженного окнами, открывается вид на воду во всех направлениях. Это сочетание окружающей воды и шторма создавало впечатляющий задний план. К сожалению, декорация оказалась более внушительной, чем сам наш разговор. Хотя Карр вел себя вполне дружелюбно, беседа наша была пронизана тем же духом осторожности, что был характерен для всех интервью с «черепашками».

— Как вы стали «черепашкой»?

— Я работал разработчиком в компании по производс тву игр TSR, известной игрой «Подземелья и драконы». Работать в TSR я начал, когда там было всего несколько человек. В последующие годы компания пережила впечат ляющую фазу роста, на пике которой в ней начитывалось свыше 300 служащих. Затем наступили трудные времена, и компания, чтобы выжить, произвела радикальные сокра щения. Я потерял работу вместе с двумя сотнями других служащих. Примерно в то же время мне попался в руки экземпляр *Wall Street Journal* По иронии судьбы, это был тот самый номер, в котором Ричард Деннис опубликовал свое объявление о поиске стажеров по трейдингу.

— Был ли у вас в то время какой-либо опыт работы на фьючерсных рынках?

— Никакого опыта торговли у меня не было. Однако в то время, когда я работал в TSR, я предложил идею со здания игры о биржевой торговле. Я думал, что фьючер сные рынки обладают всеми необходимыми компонен тами для создания успешной игры. Чтобы набрать об щую информацию, я прочитал множество публикаций, выпускаемых биржами. Я также прошел специальный курс обучения, включавший шесть вечерних занятий с фьючерсным брокером. Поэтому у меня было руди ментарное понимание фьючерсных рынков, но не более того.

— Насколько я понимаю, было более тысячи пре тендентов, но отобрали лишь тринадцать кандидатов. Как вы думаете, почему выбрали именно вас?

— Насколько я знаю, я был единственным канди датом, работавшим в игровой компании. Думаю, мне помог выделиться тот факт, что опыт моей работы от личался от других. Кроме того, немалая часть торговли фьючерсами основывается на теории игр и вероятности. Поэтому не так уж трудно поверить, что человек, имею щий опыт в этой области, может добиться успехов.

— Кто с вами беседовал?

— Ричард Деннис и двое его помощников.

— Можете ли вы вспомнить какие-нибудь свои от веты во время этого интервью, которые, возможно, по могли вам получить эту работу?

— Да ничего особенного. Я думаю, однако, что, несмотря на отсутствие у меня опыта в этой отрас ли, я смог задавать разумные вопросы и отвечать со ответственно. Однако было одно исключение *(при воспоминании об этом он смеется).* Я, вероятно, был одним из немногих кандидатов, которые практически ничего не знали о Ричарде Деннисе. И хотя я этого не знал, Ричард Деннис был известен как один из величай-

ших технических трейдеров в мире. Во время интервью я спросил: «А вы торгуете на рынках, используя фундаментальный или технический подход?» Все рассмеялись. Он ответил: «Мы торгуем на основе технического подхода». И я отозвался вопросом: «А что, фундаментальный анализ умер?» Деннис ответил с улыбкой: «Надеемся, что нет».

— Очевидно, отсутствие у вас опыта вам не повре дило.

— Как оказалось, из тринадцати отобранных человек у одной трети вообще не было опыта, у другой трети был значительный опыт, а у остальных опыт был не большой.

— Я знаю, что вы не можете раскрывать каких-либо конкретных деталей о вашем подготовительном курсе. Однако, возможно, есть какие-либо общие уроки, кото рые вы вынесли из этих занятий, о которых вы можете говорить?

— Совет, который как я думаю, представляет цен ность для любого человека, торгующего на рынке, за ключается в следующем: не беспокойтесь о том, что собирается сделать рынок, беспокойтесь о том, что вы собираетесь сделать в ответ на поведение рынка.

— Можете ли вы дать еще какой-либо совет относи тельно психологии или отношения?

— По-моему, значительной части населения вообще не следует торговать на рынках. Хотя я и не уверен, что можно использовать в качестве примера азартные игры, думаю, что здесь есть очень близкая аналогия. Люди, ко торые проявляют себя мудрыми и рассудительными иг роками, будут, вероятно, мудрыми и рассудительными инвесторами, потому что у них есть этакое отстранен ное видение ценности денег. С другой стороны, те люди, которых захватывает волнение при виде величины ста-

вок, будь то азартные игры или инвестирование, скорее всего, будут выбиты из колеи проигрышами.

— **Почему вы торгуете?**

— Отчасти, конечно, для того, чтобы заработать на жизнь. Однако торговля имеет многие элементы игры. Для такого человека как я, всегда проявлявшего интерес к играм, лучшей работы, пожалуй, не найдешь.

ГОВАРД СЕЙЛЛЕР

Говард Сейдлер *(Howard Seidkr),* безусловно, является самой восторженной из «черепашек», которых я проинтервьюировал. От него исходит общее чувство наслаждения торговлей, как на эмоциональном уровне, так и на словах. Во время интервью он выражал настолько приподнятое отношение к торговле, что я, естественно, предположил, что он, должно быть, переживает прибыльную полосу на рынках. К своему удивлению, позднее я узнал, что полугодовой период, предшествовавший нашему интервью, был у него вторым по убыточности полугодовым периодом за всю его историю деятельности (он потерял 16%). Сайдлеру, безусловно, я присудил бы премию как самой счастливой «черепашке». Что касается результатов, то в среднем он получал прибыль в 34% (с учетом ежегодного реинвестирования прибыли) с того времени, как начал торговать в 1984 году.

— **Когда вы впервые столкнулись с рынками?**

— Мое первое знакомство состоялось еще в детстве, ибо отец немного торговал на фондовом рынке. Учась в средней школе, я узнал о фьючерсных рынках. Фью черсы вызвали у меня восхищение из-за симметрии, заключавшейся в возможности открывать короткую и длинную позицию. Меня также привлекал потенциал левериджа. Когда я начал читать о фьючерсных рынках,

то общее описание выглядело примерно следующим образом: «Вот эта игра, но, между прочим, в ней почти никто не выигрывает». Для меня это было равносильно брошенной перчатке.

— Когда вы впервые начали торговать на рынках по-настоящему?

— В средней школе. Конечно, в то время я был слиш ком молод, чтобы открыть свой собственный счет. Поэ тому я открыл счет от имени своего отца.

— А какова была величина этого счета?

— Одна тысяча долларов. Я скопил эти деньги, зани маясь всякой подработкой, ну, например, убирая снег или выкашивая траву на газонах. Мне потребовалось чуть больше года, чтобы потерять все эти деньги.

— А это ведь очень продолжительное время, с уче том крошечного размера счета и того факта, что вы бы ли абсолютным новичком.

— Конечно, в то время на меня это особого впечат ления не произвело. Однако, становясь старше, я понял, что с учетом обстоятельств на самом деле добился очень неплохих результатов. И, конечно же, я не зря потратил эти деньги — в смысле приобретения опыта.

— Можете ли вы вспомнить какие-то сделки того периода, которые послужили вам уроком?

— Была одна, как я думаю, очень удачная сделка, в которой, по сути, я упустил возможность прибыли. Исходя из некоторых разработанных мной торговых идей, я пришел к выводу, что рынок картофеля должен резко упасть. Я продал коротко один контракт, и рынок начал двигаться в моем направлении. Когда у меня поя вилась небольшая прибыль, я решил удвоить свою по зицию. А поскольку мой счет был таким крошечным, даже позиция в один контракт была для него большой

нагрузкой. И мне, конечно, не стоило увеличивать эту позицию.

Вскоре после того, как я продал второй контракт, рынок начал двигаться вверх. Я испугался, что потеряю весь капитал, и ликвидировал добавленный мною контракт с убытком, однако из-за этого убытка мне также пришлось закрыть свой первый контракт задолго до того, как рынок достиг моей цели. Через два дня после того, как я ликвидировал позицию, рынок начал плавное снижение, которое я предвидел с самого начала.

— Я не понимаю, почему вы называете эту сделку удачной.

— Если бы я сохранил всю эту позицию и в результате заработал на этой сделке несколько сотен процентов, я бы подумал, что знаю теперь все. Существуют определенные уроки, которые вам абсолютно необходимо усвоить для того, чтобы стать преуспевающим трейдером. Один из этих уроков заключается в том, что вы не можете выиграть, если торгуете с таким левериджем, что вас пугает движение рынка. Если бы я в то время не усвоил эту мысль, то должен был бы понять ее позднее, когда торговал уже на более крупные суммы, и урок этот оказался бы для меня значительно более дорогостоящим.

— Вам удалось вернуться к торговле до того, как вы стали «черепашкой»?

— Незадолго до того, как мне попалось на глаза объявление Ричарда Денниса в *Wall Street Journal,* я ушел с должности экономического консультанта, чтобы стать трейдером с полной занятостью.

— Лишь примерно один из сотни откликнувшихся на объявление был, в конечном счете, выбран для этой подготовительной программы. Вы не знаете, почему вам удалось попасть в число избранных?

— Хотя они и не искали людей, имевших опыт тор говли, то, что вы были трейдером, не исключало вас из списка. Я думаю, что хотя у меня и был некий опыт предыдущий торговли, мне, вероятно, помог тот факт, что мое восприятие рынка было схоже с философией Денниса. Кроме того, хотя это всего лишь предположе ние, я думаю, что Деннису могло быть любопытно, как человек с моим образованием — я окончил инженер ный факультет Массачусетского технологического инс титута — сможет справиться с этой работой.

— Какой совет могли бы вы дать тем, кто хочет до биться успеха на рынках?

— Я думаю, что самым важным элементом является наличие плана. Во-первых, план поддерживает дисцип лину, а это необходимый ингредиент успешной торгов ли. Во-вторых, план дает вам эталон, с помощью кото рого вы можете измерять свои результаты.

— А разве размер вашего капитала не дает вам этой информации?

— В длительной перспективе — конечно. Однако вы можете точно следовать правилам и все равно терять деньги. Но это не означает, конечно, что вы как трей дер достигаете плохих результатов. Главное здесь в том, чтобы вы следовали своим правилам длительное вре мя, и тогда законы вероятности будут в вашу пользу, и вы, в конечном счете, выиграете. В краткосрочной пер спективе, однако, соблюдение торгового плана более важно и значительно, чем краткосрочные колебания капитала.

— Что еще важно для того, чтобы добиться успеха в роли трейдера?

— Вам должно хватить настойчивости придержи ваться своих идей день за днем, месяц за месяцем, год за годом, а это очень нелегко.

— Почему это нелегко? Почему появляется стремление отойти от выигрышного подхода?

— Потому что люди есть люди. Если в течение короткого периода вы получаете негативные результаты, у вас может возникнуть соблазн отреагировать на них.

— Есть ли у вас какие-нибудь еще советы по торговле?

— Очень важно различать уважение по отношению к рынку и страх перед рынком. Вы должны уважать рынок, чтобы обеспечить сохранение капитала, но вы не сможете выиграть, если боитесь проиграть. Страх не позволит вам принимать правильные решения.

Я понимаю, что эта глава не дала каких-либо конкретных ответов на вопрос, что сделало «черепашек» такой преуспевающей торговой группой. Тем не менее, она содержит исключительно важное послание людям, проявляющим интерес к торговле: можно разработать систему, которая сможет значительно превзойти рынок. Более того, если вы сможете открыть такую систему и проявить дисциплину достаточную, чтобы следовать ей, вы сможете преуспеть на рынках, даже не будучи прирожденным трейдером.

МОНРО ТРАУТ

ЛУЧШАЯ ПРИБЫЛЬ ПРИ МИНИМАЛЬНОМ РИСКЕ

Я познакомился с Монро Траутом *(Monroe Trout)* несколько лет назад, когда один брокер из моей фирмы, пытавшийся открыть для Траута счет, привел его ко мне, устраивая ему знакомство с компанией. Я знал, что Траут был консультантом по торговле фьючерсами *(commodity trading advisor, CTA)* и новичком в этом бизнесе, но сверх этого больше ничего. Впоследствии я часто слышал, как Траута упоминали как одного из самых молодых CTA, чьи дела шли очень хорошо. Но я не знал, насколько хорошо, до тех пор, пока не начал работать над этой книгой.

Листая ежеквартальный выпуск *Managed Accounts Reports* при подготовке материалов для этой книги, я нашел, что с точки зрения отношения прибыли к риску результаты Траута были наилучшими среди более чем сотни описываемых управляющих портфелями. Были несколько человек, продемонстрировавших более значительную среднегодовую прибыль, а несколько других человек имели также меньшие падения капитала (хотя эти CTA имели значительно более низкую прибыль), но никто из них не смог и близко подойти к его сочетанию прибыли и риска. В течение рассматриваемого 5-летнего периода его средняя прибыль составляла 67%, но, и это удивительно, самое большое падение капитала в течение всего этого периода составило лишь

чуть больше 8%. Другим подтверждением этой последовательности является то, что 87% месяцев были для него прибыльными. Я был особенно удивлен, обнаружив, что в течение периода, когда Траут торговал (он стал публичным управляющим капитала в 1986 году), даже такие легендарные и выдающиеся трейдеры как Пол Тюдор Джонс не смогли приблизиться к его результатам по части соотношения прибыль/риск.

Еще мне нравится, что Траут не хвастает своим успехом. Например, когда я познакомился с ним несколько лет назад, он уже преуспевал в роли трейдера, но, насколько я помню, он о своих результатах и не упомянул.

Траут рассматривает себя как бизнесмена, чья работа заключается в том, чтобы делать для клиентов деньги. Он выражает это следующим образом: «Некоторые люди делают обувь, некоторые люди строят дома, мы делаем деньги. И люди согласны платить нам много за то, чтобы мы делали для них деньги».

— **Когда вы впервые заинтересовались рынками?**

— Когда мне было семнадцать лет, я получил работу у фьючерсного трейдера по имени Вайлер Келли, жив шего в моем родном городе Нью-Канаан, штат Коннек тикут. У него был компьютер Apple, и в то время (1978 год) данные в электронном виде купить было нельзя — а если такие данные и были, он не знал, где их можно было купить. У него были горы ценовых данных, собранных им из газет, и он хотел ввести их в свой компьютер. Он нанял меня и платил мне пару долларов в час за то, что я впечатывал эти данные.

— **Выглядит как весьма нудная работа.**

— Да, так оно и было. Но он также рассказал мне кое-что о фьючерсных рынках и компьютерном программи ровании. Компьютерный опыт был особенно ценным, потому что в то время персональные компьютеры были новинкой.

Эта летняя работа вызвала у меня интерес к рынкам. Уже на втором курсе Гарварда я знал, что хочу быть трейдером. В университете я прошел все курсы, которые имели отношение к рынкам. А дипломную работу я писал по рынку фьючерсов на фондовые индексы.

— К каким выводам вы пришли в своей дипломной работе?

— Самый важный вывод состоял в том, что вероят ность очень больших изменений цены, хотя она и неве лика, гораздо больше, чем можно было предположить, исходя из стандартных статистических допущений. Следовательно, методология управления риском долж на быть готова справляться с ситуациями, которые ста тистически могут казаться почти невозможными, но на самом деле вполне реальны.

— Я думаю, что блестящим примером является фондовый рынок в дни высокой волатильности в ок тябре 1987 и октябре 1989 года.

— Совершенно верно. Если исходить из того, что из менения цены распределены нормально, вероятность дневного движения цены такой величины будет равна практически нулю, но, разумеется, это не так.

— Я полагаю, что этот теоретический вывод заста вил вас торговать меньшим размером, чем вы могли бы пожелать в ином случае.

— Да. И я не использую очень большой леверидж.

— Были ли в вашей дипломной работе сделаны ка кие-то еще важные выводы?

— Я нашел, что цены не являются независимыми. То есть что существуют некоторые статистически значи мые модели поведения цен.

— Вы не стали учиться в аспирантуре?

— Нет.

— Вы окончили Гарвард с отличием. Я думаю, что вы, вероятно, могли поступить в любую аспирантуру в стране. Разве вам не хотелось воспользоваться этой возможностью?

— Вовсе нет. Я знал, что хотел делать — торговать. Аспирантура только отодвинула бы эту цель. Я этот вопрос никогда не рассматривал.

— Как вы вступили в этот бизнес?

— Проректор по спорту Гарварда Джек Риардон знал Виктора Нидерхоффера, возглавлявшего Нью-Йорк скую торговую фирму NCZ Commodities. Виктор окон чил Гарвард в 1964 году и был замечательным игроком в сквош (собственно говоря, одно время он был лучшим в мире). Джек знал, что я интересуюсь торговлей, и пред ложил мне поговорить с Виктором. Беседа эта состоя лась, и мне предложили работу. Эта была замечательная работа, потому что очень скоро на меня была возложена большая ответственность.

— Ответственность за что?

— Уже через две недели я торговал в операционном зале Нью-Йоркской фьючерсной биржи (торгуя фондо вым индексом). Виктору принадлежали на этой бирже самые разные места, и нужно было, чтобы кто-то торго вал для него в операционном зале.

— Исполняя его ордера?

— Отчасти. Но в основном я просто скальпировал на себя. (Скальпированием называется работа броке ров операционного зала, торгующих на рынке ради очень быстрой небольшой прибыли. Существуют два главных метода скальпирования: захватывание спрэда между бидом и аском путем взятия на себя противо положной стороны ордеров клиентов; использование временных небольших расхождений между ценами родственных позиций (например, когда мартовский

контракт по фондовому индексу расходится с июньским контрактом.)

— Вы ведь только что окончили университет. Как вы могли так быстро научиться скальпированию?

— Надо просто побольше спрашивать. Стоя в яме, вы разговариваете с людьми вокруг. Это, собственно говоря, замечательное место для того, чтобы быстро учиться, ведь вокруг находятся сотни трейдеров. Если вы находите тех, которые знают что-то о рынках и согласны поговорить с вами об этом, вы учитесь очень быстро.

— Можете вы припомнить то, чему научились в эти первые дни?

— Я узнал, как быстро можно потерять деньги, если вы не понимаете, что делаете.

— Вы видели, что происходит с некоторыми людьми?

— Конечно. Сегодня рядом с вами в яме кто-то стоит, а завтра его уже нет. И так происходит все время. Я также многое узнал об операционных издержках. Я могу довольно точно рассчитывать операционные издержки по различным типам сделок. Эта информация необходима при оценке потенциальных результатов любой торговой модели, которую я разрабатываю.

— Приведите мне практический пример.

— Возьмем облигации. Средний человек вне операционного зала может подумать, что олерационные издержки сверх комиссионных равны, по меньшей мере, разнице между ценами спроса и предложения, которая на рынке облигаций составляет один тик (31,25 доллара). На самом деле, если у вас хороший брокер, то она равна лишь половине тика, потому что если он проявит терпение, то в большинстве случаев сможет получить исполнение по цене спроса. А если у вас плохой брокер, то это может быть один тик. Следовательно, операционные издержки в

этом случае не так велики, как кажется на первый взгляд. Поэтому система торговли казначейскими облигациями, от которой вы можете отказаться, потому что у нее небольшая ожидаемая прибыль, на самом деле может быть вполне жизнеспособной — при условии, конечно, что у вас есть возможности хорошего исполнения, как у нас. А на рынке S&P, с другой стороны, все наоборот. Вы можете думать, что спрэд между ценами спроса и предложения составляет один тик (5 пунктов = *25* долларов), но очень часто он оказывается выше, потому что когда вы пытаетесь покупать по цене предложения, она исчезает.

— Чему еще вы научились в операционном зале?

— Я узнал о том, где люди любят устанавливать свои стопы.

— И где они любят устанавливать стопы?

— Сразу над максимумом и под минимумом преды дущего дня.

— На один тик выше максимума и на один тик ниже минимума?

— Иногда это может быть пара тиков, но, в общем, где-то в этой области.

— Таким образом, справедливо будет сказать, что рынки часто стремятся к этим точкам? Является ли концентрация стонов в определенной области чем-то вроде красного флага для брокеров операционного за ла?

— Правильно. Именно так многие биржевые трейде ры делают свои деньги. Они стараются вычислить, где находятся стопы, что совершенно нормально до тех пор, пока они делают это законным путем.

— С учетом этого опыта теперь, когда вы торгуете вне зала, вы избегаете использования стоп-ордеров?

— Я размещаю не очень много стоп-ордеров у моего брокера. Однако я использую виртуальные стопы. При движении рынка в опасную для нас область компьютер дает предупреждающий сигнал, сообщая, что пора начи нать ликвидировать позицию.

— Какой урок должен извлечь средний трейдер из знания того, что биржевые трейдеры стремятся дви гать рынки к местам расположения стонов?

— Трейдерам следует избегать ставить стопы в оче видных местах. Например, вместо того, чтобы ставить стоп на один тик выше вчерашнего максимума, поставь те его либо на десять тиков ниже максимума так, чтобы выйти до того, как случится что-то нехорошее, либо на десять тиков выше максимума, потому что, может быть, стопы и не поднимут рынок так высоко. Если вы соби раетесь использовать стопы, то, вероятно, лучше всего не размещать их в наиболее распространенных местах. Конечно, застраховаться от ошибок невозможно, но это, в общем-то, разумная концепция.

— Как вы думаете, можно объяснить ваши исклю чительные результаты опытом работы в операцион ном зале?

— Я думаю, да. Например, я очень хорошо умею распознавать, где будут расставляться стопы, даже если торгую не из зала. Я стараюсь выходить на рынок чуть раньше того, как он достигает этой точки, иногда даже пытаюсь выбить стопы сам — и затем рынок начинает быстро двигаться.

— Пример распространенной точки размещения стоп-ордеров, о которой вы упомянули ранее — об ласть сразу над предыдущим максимумом или под пре дыдущим минимумом, — в общем, очевиден. А есть ли какие-то менее очевидные примеры популярных для стонов мест?

— Круглые числа. Например, когда Доу-Джонс начи нает ползти к 3000, я начинаю покупать, предвидя, что он пойдет дальше 3000. Уровень 3000 действует как магнит.

— Таким образом, рынки притягиваются круглыми числами. И что же, обычно рынки достигают круглых чисел или чаще останавливаются, немного не дойдя до них?

— Я полагаю, что рынки почти всегда доходят до круглых чисел. Следовательно, лучше всего входить на рынок до того, как такое число достигается, и использо вать то, что я называю «эффектом магнита». Например, я могу купить фьючерс на фондовый индекс, когда ин декс Доу-Джонса находится на уровне 2950, ожидая, что он поднимется до 3000. Когда рынок подходит близко к 3.000, дела усложняются. Когда такое происходит, я велю всем находящимся в торговой комнате звонить разным брокерам и слушать уровень шума в операционном зале. Насколько взволнованным кажется там звуковой фон? Какого размера сделки осуществляются на рынке? Если звук не такой уж громкий, а размер ордеров небольшой, тогда я начинаю избавляться от нашей позиции, потому что рынок, очевидно, выдохнется. С другой стороны, ес ли шум стоит сумасшедший и проводятся крупные ор дера, я скорее придержу позицию.

— Приведите мне недавний пример, когда уровень шума в операционном зале оказался хорошим индика тором.

— Когда сырая нефть достигла 20 долларов (во время кризиса в Персидском заливе), в операционном зале бы ло много шума, и рынок продолжил двигаться вверх.

— Что еще вы узнали из своего опыта в операцион ном зале?

— Я узнал, когда бывают периоды наибольшей лик видности в течение дня. Когда вы торгуете одним кон-

трактом, это неважно. Но когда вы торгуете тысячами контрактов, это может иметь критическое значение.

— И каковы же наиболее ликвидные периоды в те чение дня?

— Самым ликвидным периодом является открытие. Очень скоро после открытия ликвидность начинает па дать. Второй наиболее ликвидный период дня:— это за крытие. Объем торгов, как правило, образует в течение дня U-образную кривую. Много ликвидности сразу на открытии, потом она спадает, достигая дна в середине дня, и затем начинает снова карабкаться вверх, достигая второго пика на закрытии. Вообще говоря, эта фигура справедлива почти для каждого рынка. Это весьма уди вительно.

Важно также знать, когда наступают периоды неликвидности, потому что это хорошее время для поддержки рынка в направлении вашей позиции. Например, если у меня длинная позиция на тысячу контрактов S&P, и чикагское время сейчас 11:30, я, вероятно, выставлю ряд последовательно уменьшающихся ордеров на покупку. Например, буду покупать по 10 лотов при каждом снижении цены на один тик для того, чтобы поддержать движение рынка в моем направлении. В это время дня мне не потребуется много контрактов, чтобы поддержать рынок, потому что в это время торговля неактивна. Чем дольше вы сможете поддерживать рынок, тем лучше, в конечном счете, это будет для вас.

— А разве поддержка рынка не пустое занятие? Иными словами, разве рынок, в конечном счете, не идет туда, куда он сам хочет идти, вне зависимости от того, поддерживаете вы его или нет?

— В длительной перспективе — конечно. Но какое-то короткое время отдельные трейдеры, безусловно, могут двигать рынок. В этом нет никакого сомнения. Я двигаю рынок каждый день. Главное, делать это по-умному. На-

пример, если S&P находится вблизи вчерашнего максимума, у меня на руках множество длинных контрактов и я хочу выйти, я могу попробовать подтолкнуть цену сквозь вчерашний максимум, чтобы вызвать волнение и подстегнуть объем торгов. На повышенном объеме мне будет гораздо легче сбросить свою позицию.

— Почему вы ушли из операционного зала?

— Я пришел к выводу, что лучше всего в операци онном зале у меня получается позиционная торговля. В колледже у меня был опыт по разработке компьютерных моделей. Каждый день, когда я заканчивал работу в опе рационном зале, я возвращался в офис и разрабатывал торговые модели. Виктор был достаточно добр, чтобы позволить мне использовать некоторые из этих моделей в торговле, и я начал довольно последовательно делать деньги. Поскольку в операционном зале я мог торговать только одним рынком, для меня более эффективной оказалась торговля вне зала.

— Какова типичная продолжительность сделки, инициируемой вашими моделями?

— Период продолжительности составляет приблизи тельно от одного дня до недели.

— По своему опыту работы с торговыми моделя ми я знаю, что те из них, которые дают очень крат косрочные сигналы — например, со средней продол жительностью сделки в одну неделю или менее, — не могут покрыть операционных издержек. Я вижу, что вы киваете головой, значит, вы, очевидно, знаете, о чем я говорю. Чем в этом смысле отличаются ваши модели?

— Во-первых, наши модели более статистически ори ентированы. Во-вторых, мы имеем операционные изде ржки ниже, чем у кого-либо еще в этом бизнесе. Наши комиссионные меньше, чем у 99% фондов.

— Почему?

— Потому что комбинация нескольких сотен милли онов долларов, находящихся под нашим управлением, и большого количества сделок означает, что мы иници ируем больше сделок, чем кто-либо еще. Этот огромный торговый оборот позволяет нам договариваться об очень низких ставках комиссионных. Кроме того, я думаю, мы получаем, по всей вероятности, лучшее исполнение для трейдера вне операционного зала. В каждом зале мы ис пользуем множество различных брокеров и постоянно ведем процесс отбора. Если брокер нам не нравится, мы от него избавляемся, и наоборот — если брокер работа ет на нас хорошо, мы даем ему больше ордеров. У меня есть специальные люди для совершения телефонных звонков, и если нам потребуется, мы можем заставить звонить на биржу десять человек одновременно. Мы также тщательно отслеживаем наше проскальзывание (разницу между ожидаемой ценой исполнения сделки и фактической ценой исполнения). В конце каждого дня мои сотрудники дают мне сводный список, в котором указывается проскальзывание на каждом рынке.

— Как вы определяете, какой должна быть цена ис полнения, когда размещаете свой ордер?

— Каждый раз, когда трейдер размещает ордер, он смотрит на последнюю цену на экране. Скажем, цена облигации на экране равна 17, а ордер на покупку ис полняется по 18. Значит, мы записываем, что проскаль зывание равно -1.

— Откуда вы знаете, что это проскальзывание, а не просто движение рынка после последнего показания экрана?

— Мы исходим из упрощающей оценки, что в сред нем имеет место двустороннее влияние — т. е. что ры нок может двигаться и в направлении вашего ордера, и против него. Следовательно, в одних случаях рынок

будет давать вам исполнение хуже, чем хотелось бы, а в других случаях вы получите исполнение получше. Проведя тысячи сделок, вы получаете очень хорошее представление о том, кто является хорошим брокером, осуществляющим лучшее исполнение, а также какова разумная величина проскальзывания в каждой торговой яме.

— Значит, в принципе, коль скоро ваши операционные издержки (комиссионные плюс проскальзывание) очень низки, некоторые спорные системы, которые не будут работать для типичного трейдера, могут у вас оказаться прибыльными.

— Верно. Например, если средняя прибыль системы для торговли облигациями составляет 40 долларов на лот, и я торгую с комиссионными ниже 10 долларов при среднем проскальзывании в половину тика (16 долларов), я смогу торговать по этой системе, последовательно получая прибыль. С другой стороны, если кто-то платит 30 долларов за проведение сделки и имеет среднее проскальзывание в один тик, та же самая система будет для него проигрышной.

— Какая часть вашей прибыли, по вашей оценке, является результатом управления операционными издержками?

— Я сказал бы, что за счет снижения проскальзывания путем тщательного отбора и наблюдения за нашими брокерами мы экономим порядка 6% в год и еще 6% за счет того, что платим за полную сделку 10 долларов, а не, скажем, *20.*

— Почему вы ушли из организации Виктора?

— Две причины. Во-первых, я хотел избежать ежедневных поездок продолжительностью 1 час 45 минут в один конец. Во-вторых, я думал, что в длительной перспективе смогу, вероятно, делать больше денег самостоя-

тельно — хотя в краткосрочной перспективе, разумеется, это было не так.

— Как вы определите успех в торговле?

— Я искренне верю, что лучшим трейдером являет ся человек, имеющий в конце года наилучший средний дневной коэффициент Шарпа. (Коэффициент Шарпа представляет собой статистическую меру результатив ности, где прибыль нормализуется с помощью риска, а для измерения риска используется изменчивость прибы ли. Например, предположим, что трейдер А и трейдер В управляют фондами одинакового размера и проводят од ни и те же сделки, но трейдер А всегда торгует вдвое боль шим числом контрактов, чем трейдер В. В этом случае трейдер А будет получать вдвое большую процентную прибыль, но поскольку риск его также удваивается, коэф фициент Шарпа будет у обоих трейдеров одинаковым.* Обычно коэффициент Шарпа измеряется с использова нием месячных данных, поэтому рассматривается только изменение размера капитала, происходящее на месячной основе. Траут делает большой шаг вперед, заявляя, что, по его определению, результативность торговли должна не только включать в себя риск, но и определяться на ос нове ежедневных колебаний размера капитала.)

— Как вы объясняете свой успех в роли трейдера?

— А — мы ведем хорошую исследовательскую ра боту, поэтому у нас есть преимущество. В — мы имеем рациональный практичный подход к управлению ка питалом. С — мы платим очень низкие комиссионные. D — исполнение наших ордеров среди лучших в отрас ли. Е — большинство работающих здесь людей держат значительную часть своего капитала в фонде, которым

Технически говоря, будет небольшое отличие, потому что в расчет следует также включить безрисковую прибыль (например, ставку казначейских векселей).

мы же и управляем. Лично я держу в этом фонде свыше 95% своего состояния.

— Насколько я понимаю, вы не часто забираете от туда деньги?

— Я вообще не забираю оттуда никаких денег. Я арен дую свою квартиру и езжу на дешевой машине.

— То есть вы делаете деньги из спортивного интере са, или же у вас есть какая-то конечная цель?

— В данный момент это скорее спортивный инте рес, потому что сегодня я могу уволиться и до кон ца жизни жить с большим комфортом на процен ты. Дело в том, что я люблю торговать. Когда я был мальчишкой, я любил играть в разные игры. Теперь я имею возможность играть в очень интересную игру, да еще за это мне прилично платят. Я честно могу ска зать, что не существует ничего другого, чем я хотел бы заниматься. Но как только я потеряю интерес к тор говле или решу, что не могу больше делать прибыль, я уйду.

— Изменились ли рынки с тех пор, как вы начали работать в этом бизнесе?

— Объем вырос очень значительно, что великолепно. Рынки тоже, похоже, стали более эффективными. Неко торые из фигур, которые я использовал для торговли, начинают устаревать, потому что их начали использо вать другие люди.

— Можете ли вы привести мне пример устаревшей фигуры?

— Я раньше, бывало, открывал позиции на фондовом рынке в том же направлении, в каком цена двигалась два дня назад. Например, если рынок рос в понедельник, я покупал в среду. Это пример модели, которая, как я счи таю, больше не заслуживает доверия.

— Системы, которые вы разрабатываете, похоже, сильно зависят от стереотипных моделей поведения цены в прошлом. Если вы протестируете достаточно большое число моделей, разве не могут некоторые из них оказаться прибыльными просто благодаря слу чаю? Например, если вы заставите десять тысяч чело век подбросить монету по десять раз, то у некоторых из них окажется 10 орлов подряд. Это не означает, что их монетки имеют более высокую вероятность при сле дующем броске упасть орлом вверх. Как вы отличаете модели поведения цены, отражающие реальную неэ ффективность рынка, от тех, которые являются чисто случайными просто как неизбежный результат изуче ния столь большого числа моделей?

— Фигура должна иметь смысл. Например, если я на хожу, что изменение цены британского фунта 40 дней назад статистически значимо для предсказания сегод няшней цены S&P, я не придам этому никакого значе ния. Как может цена британского фунта сорокадневной давности влиять на S&P? Мы отбрасываем множество таких моделей, даже если они имеют высокий процент успеха.

— А почему вы вообще тратите время на тестирова ние таких моделей?

— Потому что легче заставить компьютер искать всевозможные корреляции в доступных исторических данных, а затем подробно исследовать связи, которые кажутся статистически значимыми, чем решать, какие именно отдельные комбинации тестировать.

— Является ли упор на статистику одним из ключей к вашему торговому подходу?

— Да, потому что это заставляет нас сохранять раци ональность. Мы стараемся убедиться в том, что что-то работало в прошлом, прежде чем используем настоящие деньги.

— Сколько разных моделей или фигур вы исполь зуете в каждое данное время для торговли на рын ках?

— Десятки.

— Ради диверсификации?

— Да. Мы стараемся диверсифицировать все, что только возможно. Мы стремимся диверсифицировать и торговые стратегии, и время.

— Под диверсификацией времени вы понимаете ис пользование одной и той же фигуры для часовых дан ных, дневных данных и недельных данных?

— Правильно. Это также означает простое отсле живание рынков на протяжении всей торговой сессии и готовность торговать, если в любое время дня что-то происходит.

— Какой процент вашей торговли определяется ав томатическими системами принятия решений?

— Около 50 процентов. Это трудно измерить, потому что наши системы могут велеть нам покупать 1000 кон трактов в какой-то конкретный день, но я сам решаю, когда их покупать.

— Значит, ваши навыки открытия и закрытия по зиций являются важным элементом ваших торговых результатов?

— Совершенно верно.

— Если бы вы просто слепо следовали системам, ис пользуя для размещения ордеров некие автоматичес кие правила входа — например, покупая на открытии или на закрытии или в какие-то фиксированные ин тервалы в течение дня, — вместо того, чтобы выбирать время для открытия сделки, насколько хуже, по ваше му мнению, были бы ваши результаты за месяц?

— Это очень трудно оценить, но если бы мы сле по следовали системам, мы, вероятно, могли бы делать лишь половину того, что мы имеем сейчас, а может быть, еще меньше. Я передал, наверное, десяти зна комым трейдерам те же самые системы, которыми мы пользуемся, и некоторые из них до сих пор не смогли сделать денег.

— Вы сказали, что примерно 50 процентов ваших сделок определяются не системами. Приведите мне пример такой сделки.

— Я очень люблю эффект магнита, о котором мы говорили ранее. Когда рынок приближается к круглому числу или критической точке, я люблю ставить на то, что рынок доберется до этой цены.

— А вы никогда не пытались систематизировать эту концепцию?

— Нет, потому что я не думаю, что ее можно систе матизировать. Я могу внезапно понять, что тот или иной уровень является ключевой точкой, или информация та кая может поступить от кого-то из знакомых в операци онном зале биржи. Мы всегда спрашиваем наших людей в операционном зале: «Какие числа интересуют людей?»

— Можете ли вы привести другие примеры дискре ционного (т. е. несистемного) типа сделок?

— Мы постоянно получаем информацию из опера ционного зала. Нам клерки звонят, пожалуй, каждую минуту.

— Сообщая вам, кто что делает?

— Да.

— И это помогает?

— Если, например, многие из уважаемых нами игро ков начинают, похоже, делать одно и то же, это может

побудить нас открыть такую же позицию или увеличить нашу позицию, если она у нас уже есть.

— Какие-нибудь другие примеры несистемных сделок?

— Еще я люблю проводить сделки, выясняя, когда движение цены вызывается в основном трейдерами биржевой ямы — у нас есть очень хорошие контакты в операционном зале, поэтому мы получаем информацию такого типа, — и затем открывать позицию в противоположном направлении. Дело в том, что биржевые трейдеры стремятся закрыть свои позиции до окончания дня, и это толкает рынок в обратную сторону (большинство трейдеров биржевой ямы уходят с работы, не оставляя открытых позиций).

—Я заметил, что на вас работает целая команда трейдеров. Вместе с тем мне кажется, что вы здесь единственный, кто принимает дискреционные торговые решения. Как вы используете этих людей? Разве вы не могли бы сами следить за рынками и использовать конторский персонал для помощи в открытии ордеров?

— Сюда поступает так много информации, что я просто не могу сам ее отслеживать и анализировать. Моим трейдерам даны указания сообщать мне каждый раз, когда происходит что-то важное. Они также информируют меня, когда повышается вероятность особой волатильности рынков, исходя из фундаментальных факторов или новостных объявлений. Недавним примером таким новостей была пресс-конференция Джима Бейкера 9 января. Мы ожидали более миролюбивого объявления. (9 января 1991 года государственный секретарь Джеймс Бейкер, стремясь избежать войны, встретился с послом Ирака. В то время существовала разумная степень оптимизма в отношении этой встречи, потому что продолжение конфронтационной позиции казалось для Ирака невыгодным. Выступая перед прессой после этой

встречи, Бейкер начал свое заявление словами: «К сожалению...» Трейдеры и ждать не стали следующего слова, и по фондовым рынкам прокатилась волна продаж.)

— А вы продали, как только услышали слова «к сожалению»?

— Для нас это было слишком поздно. Размер позиции, которой мы торговали, не позволил нам так быстро прореагировать на эту новость. За полчаса мы потеряли 1200 пунктов на S&P, и большая часть этого падения произошла в первые десять секунд. У нас была длинная позиция примерно в 700 контрактов. Если бы мы попытались продать на таком рынке, мы только усилили бы падение и, вероятно, в результате продали на минимуме дня.

— Если появляется какая-то неожиданная новость, как вы решаете, когда вам следует выходить с рынка немедленно, а когда следует подождать, пока не утихнет первоначальная паника распродажи?

— Существует огромная разница между малым размером и большим. Если б я торговал малым размером — например десятью лотами S&P, — тогда я, вероятно, вышел бы сразу же. То есть я продал бы, как только услышал слова «к сожалению».

—Но, очевидно, теперь ваше положение иное. Теперь, когда вы всегда торгуете большим количеством контрактов, если на рынках происходит что-то неожиданное, вам приходится просто стискивать зубы и ждать?

— Я жду, пока рынок немного стабилизируется, а затем начинаю выходить — особенно если в смысле денежного убытка я уже перешагнул через свой болевой порог.

— Что, в конечном счете, случилось в тот день? Вы вышли из всей своей позиции S&P?

— Да. В течение остальной части дня мы потихоньку уменьшали свою позицию. Никаких сомнений в этом

отношении у нас не было, потому что одно из моих правил управления риском заключается в том, что если на отдельной сделке мы теряем более 1,5% всего нашего капитала, то выходим.

— Какие еще правила по управлению риском у вас есть?

— Если мы теряем за один день 4%, мы закрываем все позиции и ждем до следующего дня, прежде чем что-либо открывать. За последние два года это правило использо валось лишь дважды, один раз в тот самый день 9 января. Я сбросил весь свой портфель, потому что потерял 4%.

— Сколько всего денег вы потеряли в тот день?

— Примерно 9,5 миллионов долларов.

— И вы потеряли эту сумму за очень короткий про межуток времени?

— По сути дела, большую часть этих денег я потерял примерно за десять секунд.

— Расскажите о том, что вы чувствовали, когда те ряли по миллиону долларов в секунду.

— В данном случае все произошло так быстро, что я на какое-то время потерял дар речи. Обычно когда я теряю деньги, я очень злюсь. Как правило, эта эмоция проявляется первой.

— А злитесь вы на рынок или на себя?

— Я думаю, что больше на рынок, но, конечно, это не вполне рационально, потому что рынок — это не личность, он не пытается мне навредить. Я стараюсь сдерживать свой гнев, как только возможно, потому что считаю, что для того, чтобы быть хорошим трейдером, очень важно проявлять благоразумие и сдерживать свои эмоции. Я долгие годы пытался полностью изжить этот гнев, связанный с потерей денег, и пришел к выводу, что

это невозможно. Я, конечно, могу продвигаться к этой цели, но думаю, что вплоть до самой смерти не смогу не сердиться, получив крупный убыток.

— А гнев влияет на вашу торговлю?

— Нет. Я бы сказал, что очень хорошо с этим справ ляюсь.

— Вернемся к 9 января. Что вы сделали после того, как ваша первая реакция — утрата дара речи — мино вала?

— Как только я понял, что мы потеряли больше 4 процентов, я составил соответствующий план выхода со всех рынков до закрытия. В такой ситуации я стара юсь разработать план выхода, а затем ухожу из торговой комнаты, потому что хочу, чтобы ликвидация осущест влялась рациональным образом. Я передаю ситуацию в руки своих трейдеров.

— Хорошо ли вы выспались в ту ночь, или убыток не давал вам спать?

— Как правило, я вообще никогда хорошо не сплю. К сожалению, это часть цены, которую приходится пла тить за то, чтобы быть трейдером. Я хотел бы этого из бежать, но так уж получается.

— Когда вы выигрываете, вы спите лучше, чем в те дни, когда проигрываете?

— Не обязательно. Фактически я, наверное, еще ху же сплю, когда дела идут хорошо, потому что слишком переживаю.

— Сколько времени потребовалось на то, чтобы полностью пережить влияние того дня и перейти к сле дующим делам?

— Я начал забывать об этом уже на следующий день, но всего мне потребовалось несколько дней.

— Когда происходит такой убыток, ожидаете ли вы, что он будет беспокоить вас какое-то время? Вас не удивляет, что через неделю вы совершенно о нем забы ваете?

— Как правило, я уверен, что через неделю это ос танется в прошлом. Я стараюсь не попасть в ситуацию, когда дела будут настолько плохи, что я не смогу этого пережить. Это одна из причин, по которой я стараюсь проявлять консервативность в подходе к управлению риском. Я хочу обеспечить себе возможность играть за втра.

— После того, как вы выходите с рынка, пусть да же с убытком, чувствуете ли вы себя лучше оттого, что вышли?

— Да, потому что боль осталась позади, и я точно знаю, сколько потерял. Это в некотором роде чувство облегчения.

— Тяжелее терять 4 процента, когда вы торгуете 100 миллионами долларов, чем когда вы торгуете 1 милли оном?

— Тяжелее. Деньги имеют большой вес. Я знаю мно жество трейдеров, демонстрирующих результаты с уди вительным увеличением процентного выигрыша. Я ви дел ситуации, в которых за пятилетний период капитал вырастал на 1000%, но если вы рассмотрите историю их торговли с позиций чистых заработанных или потерян ных долларов, то обнаружите, что они больше проигра ли, чем заработали.

— Потому что они делали крупную процентную прибыль с маленьким капиталом, а потом теряли де ньги, когда управляли большими суммами?

— Вот именно. Я не занимаюсь отбором CTA. Но если бы я это делал, то первое, на что смотрел бы, это величи на денежной прибыли данного человека — т. е. сколько

долларов этот СТА заработал на рынке. Если это число оказывается отрицательным, я не буду рассматривать кандидатуру такого СТА вне зависимости от процентной величины его прибыли.

— Помогло ли вам 9 января правило 4-процентного максимального дневного убытка?

— В данном конкретном случае нет. На самом деле, мы получили бы лучший результат, если бы стиснули зубы и продержались чуть дольше.

— Но это не изменило вашей веры в это правило?

— Нет, потому что если у вас нет такого правила, вы можете оказаться с длинной позицией по S&P в такой день как 19 октября 1987 года, а затем протянуть с выхо дом до тех пор, пока не наступит катастрофа.

— Вы уже упомянули 1,5-процентный максималь ный убыток по отдельной позиции и 4-процентный по всему портфелю для каждого данного дня. Используе те ли вы какие-либо еще правила управления риском?

— У нас также есть максимальный уровень убытка в месяц — 10 процентов. Если когда-нибудь мы потеряем такую сумму, я закрою все свои позиции и буду ждать начала следующего месяца, прежде чем снова начать торговать. К счастью, такого пока не случалось.

У нас также есть четвертое правило управления риском: в начале каждого месяца я определяю максимальный размер позиции, которую готов открыть на каждом рынке, и не превышаю этого лимита вне зависимости от того, насколько бычьи или медвежьи настроения начинаю испытывать. Это правило позволяет мне себя сдерживать.

— Вы используете графики?

— Я гляжу на графики главным образом для того, чтобы вычислить, в каких местах трейдеры будут про-

являть интерес к рынку. Я знаю, какие фигуры они предпочитают там видеть.

— Вы используете и дискреционную, и системную торговлю. Что вы можете сказать о достоинствах и недостатках каждого из этих подходов?

— Суть в том, что в любом случае вам нужно получить преимущество. Одним из способов получения преимущества является нахождение успешной системы. Однако если вы являетесь чисто системным игроком и начинаете управлять крупными суммами денег, то вы неизбежно увидите, что операционные издержки начинают съедать значительную часть вашей прибыли. Вероятно, лучше всего занимать положение где-то посередине между чистым дискреционным трейдером и чистым системным трейдером. Как я упоминал ранее, вы можете улучшить свои системы, используя дискреционные суждения при открытии и закрытии позиций.

— Вы когда-нибудь интересовались системами, предлагаемыми на продажу?

— Конечно, и мы много их накупили. Я раньше сам оценивал эти системы, но теперь это делают мои служащие. Мы никогда не использовали эти системы в чистом виде, мы используем их как источники идей при построении наших собственных систем.

— Можете ли вы посоветовать что-нибудь публике относительно систем, имеющихся в продаже?

— Вступайте в «Клуб 3000». (Эта организация выпускает информационный бюллетень, состоящий из писем ее членов, обсуждающих системы и другие аспекты торговли. Имя клуба связано с его происхождением. «Клуб 3000» был сформирован разочарованными людьми, заплатившими приблизительно по 3000 долларов за систему, которая, по их мнению, оказалась абсолютно бесполезной, и решившими объединиться, чтобы обмени-

ваться информацией о различных системах.) Я бы также подписался на такие периодические издания, как *Futures, Technical Analysis of Stocks and Commodities* и *Commodity Traders Consumers Report,* чтобы читать публикуемые в них обзоры систем. Кроме того, после того, как вы покупаете систему, обязательно протестируйте ее на своих собственных данных.

— Иными словами, не доверяйте полностью продавцу. Вы согласны с тем, что большинство описываемых достижений систем не соответствует действительности?

- Да.

— Почему это происходит — ради преднамеренной фальсификации, или большинство продавцов по существу являются жертвами самообмана?

— Некоторые из декларируемых возможностей систем могут действительно до некоторой степени быть реальными. Однако обычно я нахожу, что эти системы не прошли достаточного количества наблюдений, чтобы быть статистически значимыми. Кроме того, нередко системы основывают процентные показатели своей прибыли на минимальных требованиях по марже.

— Понимаю. При этом в системах чрезмерно используется леверидж, а в рекламных объявлениях говорится только о прибыли, риск при этом не описывается.

— Верно. Такую же ошибку я совершил в своей университетской дипломной работе. Я основывал процентную прибыль на предпосылке того, что размер счета равен двойной величине минимального требования маржи на бирже. А это крайне недостаточная сумма. На самом деле, если вы когда-нибудь попытаетесь торговать таким образом, вы неизбежно разоритесь, потому что падения счета при системной торговле бывают очень большими.

— Вы согласны с тем, что если кто-нибудь когда-ни будь разработает по-настоящему хорошую систему, он не будет ее продавать?

— До некоторой степени я в это верю. Конечно, есть возможность, что разработчик такой системы может совсем не иметь денег, но если система настолько хоро ша, то он сможет убедить друзей, семью или кого-ни будь еще вложить деньги в эту систему с тем, чтобы тор говать по ней.

— Есть ли какие-нибудь общедоступные техничес кие индикаторы, которые вы находите полезными?

— Полезны скользящие средние. Они помогают при управлении риском. Думаю, что вы сможете получать прибыль выше средней, используя скользящие средние, если вы хорошо в них разбираетесь.

— Какие индикаторы вы считаете незаслуженно по пулярными?

— В основном это следующие: коррекции Фибонач чи, углы Ганна, RSI и стохастики. Во всех этих индикато рах я ничего не нашел.

— Если вы попадаете в полосу, когда день за днем дела у вас идут исключительно хорошо, не наступает ли момент, когда вы говорите: «Это не может продол жаться вечно»? И не начинаете ли вы только по этой причине сокращать свою позицию?

— Собственно говоря, чем лучше у меня идут дела, тем больше денег я ввожу в игру, а чем хуже дела, тем меньше денег я ставлю.

— Значит, вы верите в полосы удачи?

— Да, причем не только в торговле, но и в большинс тве областей жизни. Если команда выиграла восемь игр подряд, вы не будете ставить против того, что она выиг рает и девятую игру.

— Есть ли такие торговые ошибки, которых вы на учились избегать?

— В принципе, я не люблю размещать стоп-ордера. Если вы большой игрок, вам нужно быть очень осто рожным при размещении стопов на рынке.

— Вы поняли это на собственном опыте?

— На протяжении всей своей карьеры я никогда не злоупотреблял размещением стоп-ордеров, но раньше я использовал их больше, чем сейчас.

— А когда вы ставили стоп, вы не замечали, что по являлась более высокая вероятность его срабатыва ния?

— Если я размещаю на рынке большой стоп-ордер, то не только повышается вероятность его срабатыва ния, но, когда это происходит, высока вероятность на чала быстрого движения цен. Поэтому у меня не только сработает стоп, но еще и исполнение его произойдет по средней цене значительно худшей, чем сам стоп.

— С учетом нынешнего размера вашей торговой позиции, я думаю, что вы, вероятно, вообще избегаете использования явных стоп-ордеров.

— Правильно. Иногда, если я хочу, чтобы цена пере двинулась в сторону определенного уровня, я могу пос тавить стоп и затем отменить этот ордер, когда рынок приблизится. Я делаю такие вещи довольно часто. Собс твенно, и сегодня я такое сделал. Сегодня это сработало, но иногда получается наоборот, и вы становитесь гор дым обладателем каких-нибудь облигаций, которые вам совершенно не нужны.

— Вы, похоже, очень уверены в своей способности торговать на рынках с прибылью. Всегда ли у вас была такая уверенность в торговле?

— Вероятно, в течение последних четырех лет.

— Говоря не о себе конкретно, а в общем, можете ли вы сказать, что существует сильная взаимосвязь между степенью уверенности в себе и успехом в торговле?

— Некоторая связь есть, но, конечно, не 100%. Некоторые люди совершенно уверены в себе, но если они не имеют преимущества на рынке, то это не имеет значения — они все равно потеряют деньги.

— Вы хотите сказать, что не из всех уверенных в себе людей получатся хорошие трейдеры. А вот уверены ли в себе все хорошие трейдеры?

— Да, я думаю, что практически все хорошие трейдеры уверены в своей способности торговать.

— Вы не помните, когда по-настоящему обрели уверенность трейдера? Был ли какой-нибудь переходный момент, который вы можете вспомнить?

— Думаю, что к тому времени, когда я решил уйти на вольные хлеба, я уже был довольно уверен в себе. Я знал, что должен делать деньги хотя бы для того, чтобы платить аренду.

— И эта уверенность возникла из постоянства вашей прибыли?

— Да, я знаю, что получал статистически значимые результаты.

— Вы получили университетское образование и даже написали диплом по предмету, связанному с рынками. Я уверен, вы знаете о том, что большая часть научного сообщества до сих пор придерживается гипотезы эффективного рынка. Очевидно, то, что вы делаете, было бы невозможно, будь эта теория справедливой.

— Рынки, несомненно, не являются хаотичными. Рынки даже не эффективны, потому что эта предпосылка означает, что вы не можете делать прибыль выше

средней. Поскольку некоторые люди такую прибыль делать могут, я с этой предпосылкой согласиться не могу.

— Но все же я уверен, что многие ваши профессора верят в гипотезу эффективного рынка.

— Правильно, и, вероятно, поэтому они профессора, а я делаю деньги так, как делаю. Кроме того, нужно учитывать, насколько удивительные вещи может делать человек, когда ставит на кон настоящие деньги. Человек, находящийся в академической среде, может полагать, что протестировал все возможные типы систем. Однако когда вы ставите настоящие деньги, вы можете начать мыслить весьма творчески. И всегда появляется что-то новое, что можно еще протестировать. Я думаю, что научное сообщество просто не протестировало многие жизнеспособные подходы. Конечно, если вы тратите на научное исследование лишь некоторое короткое время, вы не сможете найти ничего значительного. Да по-другому и быть не может — иначе все могли бы разбогатеть. Но когда вы проводите за изучением рынков каждый день своей жизни и пользуетесь соответствующей компьютерной поддержкой, вы можете найти вещи, которые работают.

— Каковы качества преуспевающего трейдера?

—Преуспевающий трейдер рационален, обладает аналитическим умом, может контролировать эмоции, практичен и ориентирован на получение прибыли.

— Какой совет могли бы вы дать другу, желающему стать трейдером?

— Изучайте статистические данные. Научитесь пользоваться компьютером. Найдите системы, которые работают. Разработайте простые правила управления риском.

— Не могли бы вы порекомендовать какие-то книги о рынках?

— Когда к нам приходят новые трейдеры, мы даем им три книги: вашу первую книгу *The Complete Guide to the Futures Markets* (Jack D. Schwager, John Wiley& Sons, 1984), *The Handbook of Futures Markets Перри* Ка уфмана (Perry Kaufman, John Wiley&Sons, 1984) и *The Commodity Futures Game: Who Wins? Who Loses? Why?* Ричарда Тьюлеса и Фрэнка Джонса (Richard J. Tewles and Frank J. Jones, McGraw-Hill, 1987). Есть еще развле кательные книги, которые я могу порекомендовать, такие, например, как ваша *Market Wizards,* которая хороша в плане развития мотивации. А вообще, в на шей библиотеке находится огромное количество книг, и мы позволяем трейдерам самим выбирать, что они хотят читать.

— Какие неправильные представления о рынках распространены у людей?

— Люди считают, что без особого труда можно сде лать кучу денег. Они считают, что вы можете делать 100% в год, ограничиваясь крошечными исследования ми по выходным. Это смешно.

— Они недооценивают трудность игры и переоце нивают ее результаты?

— Совершенно верно. Кроме того, некоторые люди, когда теряют деньги, винят кого угодно, кроме себя. Я с удивлением прочитал в недавнем номере *Wall Street Jour nal,* что один человек выиграл иск против своей брокерс кой фирмы, обвинив ее в том, что потерял все деньги на своем счету. Больше всего поражает то, что речь шла не о брокере, дававшем ему плохие советы — ведь он сам совершал свои сделки! Он подал иск против брокерской фирмы, утверждая, что она не должна была позволять ему торговать так, как он торговал. Я верю в то, что мы живем в свободной стране, и если вы хотите торговать, вы должны иметь полное право это делать. Но если вы теряете деньги, то сами за это отвечаете.

— Какие ошибки совершают большинство людей на рынках? Я имею в виду настоящие ошибки в торгов ле, а не ложные представления о ней.

— Во-первых, многие люди лезут на рынки, не имея никакого преимущества. Они выходят на рынки пото му, что брокер говорит им, что рынок бычий. Это не преимущество. Однако, по правде говоря, большинство мелких спекулянтов не могут пробыть на рынке доста точно долго, чтобы узнать, работает или нет их система, потому что они ставят в своих сделках слишком много, или их счет слишком мал для успешного начала.

— То есть на самом деле есть немало людей, предла гающих хорошие идеи, которые могут делать деньги, но они так никогда об этом и не узнают, потому что когда пробуют осуществить их, ставят слишком много и вылетают из игры.

— Совершенно верно.

— Вы иногда торгуете по ночам?

— Наша фирма работает круглые сутки. Кроме того, у меня есть портативная котировочная машина, которой я пользуюсь, чтобы следить за рынками, когда нахожусь дома.

— Не слишком ли это обременительно?

— Да, это так. Хотя я проверяю котировки каждый ве чер, я стараюсь не переборщить с этим, потому что у меня есть тенденция к развитию маниакального пристрастия.

— Должны ли люди, работающие у вас в ночную смену, звонить и будить вас посреди ночи, если проис ходит что-то важное?

- Д а .

— Как часто такое случается?

— Не так уж часто. Может быть, раза четыре в году.

— А как вы отдыхаете?

— Я посещаю много спортивных соревнований и много читаю. Я интересуюсь психологией и философи ей. Я также читаю много книг по самоусовершенствова нию. Хотя, наверное, я и здесь перегибаю палку. Я заме чаю, что чем больше книг по улучшению памяти читаю, тем хуже становится моя память.

— Вы еще продолжаете играть в баскетбол (Траут был капитаном команды в колледже)? Не скучаете вы по нему? Я имею в виду, когда-то он был очень важной частью вашей жизни.

— Нет, потому что я занят более интересным де лом — торговлей.

— А вы не задумывались над возможностью ухода в профессиональный спорт?

— Когда я оканчивал среднюю школу, то надеялся, что буду играть за профессионалов. И думал, что, мо жет быть, мне это удастся. Однако, поиграв на первом курсе в колледже, я понял, что для этого нужно играть гораздо лучше. Я мог бы играть в Европе. Собственно говоря, многие из бывших членов моей команды стали профессиональными игроками в Европе, но некоторые из них зарабатывают всего 10 тыс. долларов в год. Мне бы такого не хотелось.

— Вы когда-нибудь уходите в отпуск?

— Я беру только три дня отпуска каждые полтора года.

— Не потому ли, что когда вы уходите в отпуск, то думаете, что каждый день вашего отсутствия обходит ся вам в некоторую сумму **денег?**

— До некоторой степени, да. Кроме того, я считаю, что должен быть на месте, чтобы наблюдать за работой персонала и обеспечивать правильное ведение торгов.

— А вам не кажется иногда, что вы стали рабом свое го творения? Не хотелось бы вам иметь возможность все бросить и уехать на несколько недель куда-нибудь, чтобы обо всем забыть?

— Конечно, но для того, чтобы торговать успешно, вы должны заниматься этим постоянно. Я выделяю се бе десять дней отпуска в год, но никогда их не беру. Я твердо верю, что за все хорошее в жизни нужно платить определенную цену.

— По каким торговым правилам вы живете?

— Обеспечивайте себе преимущество. Знайте, в чем ваше преимущество. Имейте жесткие правила управле ния риском типа тех, о которых мы говорили раньше. В принципе, если свести все к самой сути, то для того, чтобы делать деньги, нужно иметь преимущество и осу ществлять хорошее управление капиталом. Само по себе хорошее управление капиталом не может увеличивать ваше преимущество. Если ваша система недостаточно хороша, вы все равно будете терять деньги, вне зависи мости от того, насколько эффективными являются ва ши правила управления капиталом. Но если у вас есть подход, с помощью которого можно делать деньги, тог да управление капиталом может определять, добьетесь вы успеха или неудачи.

— А каковы ваши цели сегодня?

— Делать ежегодно 30% прибыли, не допуская паде ний капитала, превышающих 10%.

— Что вы можете сказать на прощание?

— Лишь то, что я с радостью и уверенностью смот рю в будущее. Если когда-нибудь это чувство исчезнет, я прекращу торговать.

Я нашел историю результатов Траута — комбинацию очень высокой годовой прибыли и исключительно низ-

ких падений капитала — почти мистической. Конечно, хотя сочетание высокой прибыли и низкого риска встречается редко, само по себе оно не уникально, собственно говоря, целый ряд других трейдеров, проинтервьюированных мной в этой книге (и в книге *Market Wizards)* также демонстрируют такие свойства. Но почему же я тогда говорю «мистический»? Потому что, судя по тому, что я слышал о Трауте, я знаю, что его сделки базируются главным образом на сигналах, подаваемых компьютерными торговыми системами, основанными на методах технического анализа.

Я потратил много лет, разрабатывая и оценивая технические торговые системы. Хотя я нашел системы, делающие почти столько же денег, сколько Траут (если оценивать по среднегодовой прибыли), эти системы неизбежно демонстрировали гораздо большую волатильность. Падения капитала на *25%* являются для этих систем самым обычным делом, а в худшем случае они даже превышают 50%. Конечно, волатильность этих систем можно сократить, уменьшив леверидж (т. е. число контрактов, торгуемых на каждые 100 тыс. долларов капитала). В этом случае, однако, до ничтожных уровней уменьшится прибыль.

Я еще не нашел системы, которая могла бы хотя бы немного приблизиться к результатам Траута в смысле соотношения прибыли и риска. Практически каждый из проинтервьюированных мною трейдеров, продемонстрировавших сочетание высокой прибыли и очень низкого риска, неизбежно оказывался дискреционным трейдером (т. е. трейдером, который для принятия торговых решений полагается на свой внутренний синтез рыночной информации, а не использует торговые сигналы, вырабатываемые компьютером). Как, в таком случае, добивается этого Траут?

Ответ на этот вопрос я получил в его интервью. Отчасти дело в том, что он полагается на системы, основанные главным образом на статистическом анализе, а не на

более стандартных подходах следования за трендом. Однако, пожалуй, главным фактором является исключительное умение Траута выбирать время открытия и закрытия своих позиций, что, по его собственной оценке, приносит ему половину прибыли. «Я передал, наверное, десяти знакомым трейдерам те же самые системы, которыми мы пользуемся, и некоторые из них до сих пор не смогли сделать денег», — говорит он. Таким образом, вновь мы говорим об использовании информации, которая не может быть введена в компьютер (например, уровень шума в торговом зале биржи) и благодаря которой достигаются более высокие результаты. Иными словами, Траут может приходить к своим торговым решениям примерно так же, как и системные трейдеры, но исполняет он эти решения как дискреционный трейдер.

Траут дает двоякий основной совет. Во-первых, чтобы победить рынок, вы должны иметь преимущество. Все остальное вторично. Вы можете использовать замечательные методы управления капиталом, но если вы не имеете подхода, дающего вам преимущество, вы не сможете выиграть. Это может казаться очевидным, но многие трейдеры выходят на рынки без малейшего признака наличия у них преимущества.

Во-вторых, даже если у вас есть преимущество, вы должны осуществлять строгое управление риском, чтобы защититься от нечастых событий, вызывающих огромные резкие движения цены, которые могут быстро уничтожить перенапряженные левериджем счета. И как демонстрирует дипломная работа самого Траута, вероятность резких движений цены гораздо больше, чем это позволяют предположить стандартные статистические предпосылки. Отсюда необходимость управления риском. Было бы неправильным полагать, что трейдеру, который потерял все деньги из-за неожиданно крупного неблагоприятного движения цены, просто не повезло. Такие события происходят достаточно часто, чтобы можно было к ним подготовиться.

Полезно сравнить советы Монро Траута с советами Блэра Халла (см. часть VI). Хотя их торговые методы совершенно различны — Траут является направленным трейдером, а Халл арбитражером, — их оценки ключевых параметров успешной торговли практически идентичны: это комбинация наличия преимущества и использования строгих правил управления капиталом.

ЭЛ ВАЙСС

ХОДЯЧАЯ ЭНЦИКЛОПЕДИЯ ГРАФИКОВ

С точки зрения отношения прибыли к риску Эл Вайсе *(Al Weiss),* как управляющий портфелем фьючерсов, имеет, пожалуй, наилучшие долгосрочные достижения. Начав в 1982 году торговать под вывеской AZF Commodity Management, Вайсе с тех пор в среднем получал 52% прибыли в год. Одна тысяча долларов, инвестированная в фирму Вайсса в 1982 году, к концу 1991 года превратилась бы в почти 53 тысячи долларов. Однако прибыль — это лишь одна сторона дела. По-настоящему впечатляющим элементом достижений Вайсса является то, что эта высокая прибыль была достигнута при исключительно небольших падениях капитала. За весь период самым большим падением капитала у Вайсса было 17% в 1986 году. А в последние четыре года (1988-91 гг.) Вайсе отточил навыки управления риском до поистине удивительных стандартов: во время этого периода худшее падение капитала у него составляло в среднем менее 5% за год, а среднегодовая прибыль превысила 29%.

Несмотря на выдающиеся результаты, Вайсе ведет довольно незаметный образ жизни. До 1991 года Вайсе неоднократно отказывался давать какие-либо интервью. Он объясняет это словами: «Я считал, что мои методы недостаточно проверены до тех пор, пока не смог достичь по крайней мере десяти лет превосходных резуль-

татов». Он также считал, что интервью могли привлечь неподходящих инвесторов. Сейчас, однако, это соображение отпало, потому что Вайсе уже имеет под своим управлением достаточную сумму денег, которой может управлять без отрицательного влияния на результаты (приблизительно 100 млн долларов).

Хотя Вайсе теперь постоянно отказывается от новых инвесторов, время от времени он делает исключение. Он объясняет это так: «Иногда я беру небольшую сумму (100 тысяч долларов), если считаю, что человек этот по-настоящему искренний. Я все еще получаю удовольствие от того, что беру небольшую сумму и заставляю ее расти. Совсем недавно я принял нового инвестора, потому что на меня произвело впечатление то, что он изучил результаты пятисот СТА, прежде чем сделать свой выбор. По иронии судьбы в то время, когда я разговаривал с этим человеком, мне позвонили из одного французского банка, желавшего инвестировать 30 млн долларов. Я отказал банку, но принял небольшую сумму в 100 тысяч долларов».

Вайсе, кроме того, отказывается от известности потому, что человек он по природе замкнутый. Он признает, что за те десять лет, что он управляет средствами инвесторов, он встретился лишь с пятью своими клиентами. Хотя в телефонном разговоре Вайсе производит впечатление человека общительного, в его характере на самом деле преобладает застенчивость.

Одним из хобби Вайсса является размещение денежных средств в управление другими трейдерами. Он уделяет этому делу один-два дня в месяц. По его оценке, за много лет он изучил результаты приблизительно восьмисот трейдеров. Из этой большой группы он выбрал примерно 20 трейдеров для личного инвестирования. Его целью является не выбор каких-то отдельных супертрейдеров, а скорее создание диверсифицированной группы трейдеров, чьи объединенные результаты демонстрируют и хорошую прибыль, и очень незна-

чительную волатильность результатов. Интересно, что характеристики результатов этой группы трейдеров в целом очень напоминают результаты самого Вайсса. В период с 1988 по 1991 год группа получила среднегодовую прибыль в 19% с исключительно низким средним максимальным годовым падением капитала — менее 3%. Соотношение этих двух показателей (19/3 = 6,3) очень близко к соотношению таких же цифр у Вайсса за тот же период (29/5 = 5,8).

Мое интервью с Вайссом оказалось, пожалуй, одним из наиболее трудных интервью из всех, что мне приходилось брать. Честно говоря, если бы не впечатление от его результатов, я вообще, вероятно, отказался бы от этой главы. После почти каждого заданного мною вопроса Вайсе пускался в длительные рассуждения на отвлеченные темы до тех пор, пока сам не спохватывался и не переставал говорить, и в его взгляде читалось: «Остановите меня, пока я не ушел еще дальше». Обоим нам первое интервью показалось настолько неудачным, что мы решили прерваться и пойти перекусить. Во время моих интервью с другими трейдерами я часто брал магнитофон в ресторан, и часть моих интервью фактически была сделана во время еды, однако в этом случае перспектива была настолько невоодушевляющей, что я специально оставил магнитофон дома. Я также подумал, что более непринужденный разговор может помочь сломать лед.

После обеда мы решили попробовать еще раз продолжить интервью во время вечерней прогулки. Атмосфера способствовала разговору, ибо тем мягким зимним вечером мы бродили по тихим улицам маленького острова неподалеку от побережья Флориды. Однако интервью все равно продвигалось очень неустойчиво. Мне приходилось все время включать и выключать свой магнитофон.

Ниже следуют отрывки, по крупицам выбранные из наших разговоров, и некоторый дополнительный материал из последующей переписки.

— Как получилось, что вы стали трейдером?

— Это произошло не вдруг. Я потратил четыре го да на солидные исследования, прежде чем занялся се рьезной торговлей. Проведя буквально тысячи часов за разглядыванием графиков и погружаясь в историю настолько глубоко, насколько было возможно, я начал видеть некоторые стереотипные фигуры, которые стали основой моего торгового подхода.

— Вы потратили четыре года на исследования, пре жде чем вообще начали торговать?

— Да. Я очень не люблю риск. Я хотел быть уверен ным в своем подходе, прежде чем начать.

— А насколько глубоко вы погружались в историю при исследовании графиков?

— Это зависело от конкретного рынка и имевшихся в наличии графиков. В случае зерновых, например, я смог проследить рынок до 1840-х годов.

— Неужели необходимо было заглядывать так да леко в прошлое?

— Безусловно. Одним из важнейших элементов дол госрочного анализа графиков является понимание того, что в разных экономических циклах рынки ведут себя по-разному. Понимание этих повторяющихся и сме щающихся долгосрочных стереотипных фигур требует большого количества исторического материала. Пони мание того, в какой части экономического цикла вы на ходитесь — скажем, в инфляционной или дефляцион ной фазе, — критически важно для понимания фигур графиков, образующихся в это время.

— А на что вы жили те четыре года, которые посвя тили изучению рынков?

— Когда мне было чуть больше двадцати, я разрабо тал уретановое колесо для скейтбордов, и оно принесло

большой финансовый успех. Я вложил деньги, сделанные на этом предприятии, в рынок недвижимости, и это тоже оказалось очень прибыльным делом. В результате денег у меня было достаточно, и я мог полностью посвятить себя исследованиям.

— Насколько я понимаю, вы торгуете, используя в основном технические системы. Почему, по вашему мнению, ваши результаты настолько лучше результатов других фьючерсных трейдеров, использующих аналогичные методы? В частности, мне любопытно, как вам удается избегать больших падений капитала, которые, кажется, почти неизбежны при таком подходе.

— Хотя для принятия торговых решений я применяю технический анализ, существует ряд важных отличий между моим методом и подходами большинства других трейдеров этой группы. Во-первых, я думаю, очень немногие технические трейдеры идут в своих исследованиях дальше, чем на тридцать лет в прошлое, не говоря уже о ста и более годах. Во-вторых, я не всегда интерпретирую одну и ту же стереотипную фигуру одинаково. Я также учитываю, в какой части долгосрочного экономического цикла мы находимся. Одно лишь это может приводить к весьма существенным различиям между выводами, которые извлекаю из графиков я, и теми выводами, к которым приходят трейдеры, не учитывающие этого момента. Наконец, я рассматриваю классические фигуры графиков (голова и плечи, треугольник и т. д.) не просто как независимые формации. Скорее я стараюсь находить определенные сочетания фигур или, иными словами, фигуры внутри фигур внутри фигур. Эти более сложные многофигурные комбинации могут давать сигналы для проведения сделок с более высокой вероятностью успеха.

— Какие распространенные фигуры графиков оказываются точными лишь в 50 процентах случаев?

— Большинство из них. Но это не недостаток. Фигу ра, которая работает в 50 процентах случаев, может быть вполне прибыльной, если вы применяете ее вместе с хо рошим планом управления риском.

— Чем является технический анализ — искусством или наукой?

— Это и искусство, и наука. Это искусство в том смысле, что если вы попросите десятерых разных трей деров определить фигуру «голова и плечи», вы получите десять разных ответов. Однако отдельно взятый трейдер может сделать такое определение математически точно. Иными словами, трейдеры, использующие графики, яв ляются художниками до тех пор, пока они математичес ки не определят свои фигуры — скажем, как часть струк туры данных, — после чего они становятся учеными.

— Почему вы выбрали чисто технический подход, а не такой, в котором применяются также фундамен тальные факторы?

— Многие экономисты пытались торговать на фью черсных рынках, используя фундаментальный подход, и обычно они в конце проигрывали. Проблема здесь в том, что рынки работают, опираясь больше на психоло гию, чем на фундаментальные факторы. Например, вы можете определить, что серебро должно стоить, скажем, 8 долларов, и это вполне может быть точной оценкой. Однако при определенных условиях — например, в сильно инфляционной среде — цена может временно подняться значительно выше. Во время инфляцион ного бума биржевых товаров, достигшего пика в 1980 году, серебро дошло до максимума в 50 долларов — а это ценовой уровень, совершенно не соответствующий какой-либо истинной фундаментальной стоимости. Ра зумеется, в конечном счете рынок вернулся к справедли вой цене — не было случая, чтобы хотя бы один товар длительное время торговался по необоснованной цене,

— но тем временем любой человек, торгующий исключительно с использованием фундаментального подхода, неизбежно был бы разорен.

— Какие особенно памятные сделки приходят вам на ум?

— Даже находясь в отпуске, я продолжаю следить за графиками цен. Летом 1990 года, отдыхая на Багамах, я обновлял графики, сидя за небольшим столиком под пальмами. Я обратил внимание на фигуры, подававшие сигналы покупки на всех рынках энергоносителей. Эти сигналы казались очень странными — потому что очень необычно, чтобы сигнал покупки мазута появился ле том. Однако я не усомнился в этой сделке и просто раз местил ордера по телефону. Через три дня Ирак вторгся в Кувейт, и цены на нефть взлетели до небес.

— Вы следуете своей системе без исключений или иногда игнорируете торговые сигналы?

— Я следую системе в более чем 90 процентах слу чаев, но иногда пытаюсь улучшить систему. Поскольку такие отклонения от системы я делаю очень и очень раз борчиво, они в целом улучшают производительность системы.

— Приведите пример ситуации, в которой вы про игнорировали систему.

— В октябре 1987 года в разгар краха фондового рын ка я начал получать взволнованные звонки от своих клиентов, желавших знать, не понесли ли они больших убытков. Я спокойно объяснял, что по итогам того го да мы еще имели прибыль в размере 37%, и что общий риск всех наших открытых позиций составлял всего 4%. Я подумал, что люди будут чувствовать себя на рынках очень незащищенными, и в результате последует бегс тво капитала в казначейские векселя. И я решил закрыть всю свою короткую позицию по казначейским векселям,

хотя моя система и не давала никакого сигнала разворота. Это оказалось правильным действием, ибо рынок казначейских векселей почти сразу же развернулся и пошел вверх.

— Из ваших предыдущих замечаний следует, что вы считаете экономические циклы важными. Не могли бы вы рассказать об этом подробнее?

— У всего есть циклы — у погоды, у морских волн и у рынков. Одним из наиболее важных долгосрочных цик лов является цикл от инфляции до дефляции. Примерно каждые два поколения, грубо говоря, каждые 47-60 лет образуется дефляционный рынок. Например, если гово рить о фьючерсных рынках, то мы сейчас переживаем дефляционную фазу, начавшуюся в 1980 году. В течение последних двухсот лет эти дефляционные фазы обычно длились от восьми до двенадцати лет. Поскольку сейчас мы вступили в двенадцатый год дефляции фьючерсных цен, я думаю, что мы очень близки к глобальному мини муму фьючерсных рынков.

Другим важным соображением в отношении циклов является то, что на разных рынках длина их очень разная. Например, на рынках зерновых, которые очень сильно зависят от погоды, вы можете наблюдать сильный бычий рынок примерно пять раз в течение каждых двадцати лет. А на рынке золота крупный бычий цикл может происходить лишь три-пять раз за столетие. Это соображение может сделать рынок золота весьма непривлекательным для трейдеров, пытающихся сыграть на следующей бычьей волне.

— Какая мысль в отношении рынков является, на ваш взгляд, самой важной?

— Самым важным является то, что рынки полно стью основаны на человеческой психологии, и, строя графики рынков, вы лишь преобразуете человеческую психологию в графическую форму. Я считаю, что при

анализе значений этих ценовых графиков человеческий ум мощнее любого компьютера.

В высшей степени индивидуальный подход Вайсса не дает возможности легкого его обобщения. Конечно, его комментарии могут вдохновить тех, кто склонен к анализу циклов, но я должен добавить, что другие опытные трейдеры, такие как Экхардт, довольно убедительно отстаивают противоположную точку зрения. Пожалуй, наиболее важным его вкладом является то, что надежность анализа графиков может быть значительно улучшена путем рассмотрения классических фигур графиков как частей более сложных комбинаций, а не самостоятельных изолированных элементов, как это обычно делается. Вайсе также подчеркивает, что при изучении и анализе графиков необходимо проникать гораздо глубже в прошлое, чем это делается обычно. На тех рынках, для которых он смог достать данные, Вайсе исследовал графики за целых 150 лет.

По существу я думаю, что успех Вайсса объясняется сочетанием огромного объема исследований при анализе графиков и умения видеть довольно сложные фигуры. Собственно говоря, логически можно придти к выводу, что и вы добьетесь успеха, если сможете читать графики так же умело, как это делает Вайсе. Не очень-то полезная информация, не правда ли? Однако непрекращающаяся полоса высокой среднегодовой прибыли Вайсса при незначительном максимальном падении капитала являет убедительное доказательство того, что чистый анализ графиков может дать исключительно эффективный торговый подход.

ЧАСТЬ 4

Управляющие фондами и тактические игроки

СТЭНЛИ ДРАКЕНМИЛЛЕР

ИСКУССТВО ИНВЕСТИРОВАНИЯ НА КОЛЕБАНИЯХ

Стэнли Дракенмиллер *(Stanley Druckenmiller)* принадлежит к узкому кругу управляющих, которые контролируют портфели стоимостью во многие миллиарды долларов. Если человек может достичь почти 40% прибыли с портфелем в 100 млн долларов, это производит впечатление. Но получение таких результатов для фонда со многими миллиардами долларов кажется невероятным. За три года, прошедшие с тех пор, как Дракенмиллер получил от своего учителя и идола Джорджа Сороса активный управленческий контроль над Quantum Fund, он достиг среднегодовой прибыли свыше 38% на активах, варьирующихся от 2 до 3,5 млрд долларов.

Дракенмиллер проделал быструю карьеру с тех пор, как решил бросить аспирантуру и уйти в реальный мир. Проработав менее года фондовым аналитиком в Pittsburgh National Bank, Дракенмиллер был повышен до должности директора исследований по акциям. Дракенмиллер решил, что его неожиданное повышение было капризом эксцентричного, хотя и блестящего руководителя подразделения. Однако можно подозревать, что за этим скрывалось нечто большее, особенно в свете последующих достижений Дракенмиллера. Менее чем через год, когда руководитель подразделения, нанявший Дракенмиллера, ушел из банка, Дракенмиллер получил

его место, вновь перескочив через головы целой группы старших управляющих, домогавшихся той же должности. Через два года, в 1980 году, в возрасте всего 28 лет Дракенмиллер ушел из банка и открыл свою собственную фирму по управлению капиталом Duquesne Capital Management.

В 1986 году Дракенмиллер был приглашен в Dreyfus на должность управляющего фондом. Частью соглашения с Dreyfus, однако, было разрешение Дракенмиллеру продолжать управлять его собственным Duquesne Fund. К тому времени, когда Дракенмиллер поступил в Dreyfus, его управленческий стиль преобразовался из обычного подхода в виде держания портфеля акций в эклектическую стратегию, включавшую облигации, валюты и акции, гибкую настолько, что она позволяла торговать любым из этих рынков, открывая как короткие, так и длинные позиции. Dreyfus была настолько очарована врожденным умением Дракенмиллера работать с рынками, что компания создала специально для него несколько фондов, наиболее популярным из которых стал Strategic Aggressive Investing Fund, ставший наиболее результативным в отрасли с даты своего основания (март 1987 года) до ухода Дракенмиллера из Dreyfus в августе 1988 года.

Популярность Дракенмиллера в Dreyfus привела к огромной нагрузке. В конечном счете оказалось, что он должен был управлять семью фондами для Dreyfus плюс своим собственным фондом Duquesne Fund. Напряжение от всей этой работы и его стремление работать с Соросом, которого Дракенмиллер считает величайшим инвестором нашего времени, побудило его перейти из Dreyfus в Soros Management. Вскоре после этого Сорос передал управление своим фондом Дракенмиллеру, ибо сам Сорос посвятил себя цели содействия преобразованию закрытых экономических систем Восточной Европы и бывшего Советского Союза.

Самым долгоживущим показателем результативности Дракенмиллера на рынках является его собственный

фонд Duquesne. С момента своего появления в 1980 году этот фонд приносил в среднем 37% прибыли в год. Дракенмиллер подчеркивает, что первые годы работы фонда Duquesne не совсем верно отражают результаты, поскольку в середине 1986 года структура фонда была полностью изменена для того, чтобы соответствовать более гибкому торговому подходу, используемому им сейчас. Если считать от этой более поздней исходной точки, то среднегодовая прибыль Дракенмиллера составляет 45%.

Я проинтервьюировал Дракенмиллера в его квартире во время одного выходного дня. Меня удивила его молодость: я не ожидал, что человеку, в течение нескольких лет управляющему одним из крупнейших фондов в мире, еще нет и сорока. Расположившись с удобством в гостиной, мы начали беседу с рассказа Дракенмиллера о том, как он занялся этим бизнесом.

— Я поступил в аспирантуру, чтобы получить ученую степень по экономике. Однако программа показалась мне слишком уж количественной и теоретической, не имеющей особого отношения к реальной жизни. Я был очень разочарован и во время второго семестра ушел. Я поступил стажером в банк, думая, что стажерская программа позволит мне расширить кругозор и поможет принять решение о том, чем заняться дальше.

Я был в банке уже несколько месяцев, и вдруг мне позвонил управляющий трастового отдела. «Я слышал, что вы учились в университете Мичигана», — сказал он. Когда я подтвердил его слова, он сказал: «Замечательно». Он спросил меня, получил ли я MBA. Я ответил ему, что нет. Он сказал: «Это еще лучше. Зайдите ко мне, у меня есть для вас работа».

— И какую же работу он вам дал?

— Меня наняли на должность аналитика акций банковских и химических компаний.

— Это была работа, к которой вы стремились?

— Я тогда и понятия не имел, какой работой буду в конце концов заниматься. Большинство людей, поступавших на стажерские курсы в банке, стремились стать кредитными менеджерами. Я думал, что дела у меня идут очень хорошо, когда вдруг руководитель кредитного департамента сообщил мне, что кредитный менеджер из меня получится ужасный. Он сказал, что я слишком уж интересовался фактической работой компаний, в то время как специалист по выдаче кредитов должен главным образом заниматься продажами. Он считал, что характер у меня слишком резкий и в целом для продавца не подходит. Помнится, я очень расстроился, когда мне сказали, что ничего у меня не получится, в то время как я считал, что хорошо справляюсь с программой.

— Расскажите мне о своем первом опыте работы на должности фондового аналитика.

— Директором департамента инвестиций был Сперос Дреллес, тот самый человек, который меня нанял. Он был очень умным и обладал даром учителя, но при этом был человеком очень эксцентричным. Когда мне было 25 лет, и я проработал в его департаменте всего около года, он вызвал меня к себе в кабинет и объявил, что собирается сделать меня директором отдела исследований акций. Это было довольно странным ходом, ибо моему непосредственному начальнику было примерно 50 лет, и он проработал в банке двадцать пять лет. Более того, все остальные аналитики имели степень MBA и проработали в отделе больше, чем я. «Ты знаешь, почему я так поступаю?» — спросил он. «Нет», — ответил я. «По той же причине, по которой на войну посылают восемнадцатилетних». «И по какой же?» — спросил я. «Потому что они слишком глупы, чтобы не лезть на рожон, — продолжил Дреллес.— Акции компаний с малой капитализацией находятся в состоянии медвежьего рынка в течение десяти лет (этот разговор происходил

в 1978 году), и я думаю, что в следующем десятилетии нам предстоит иметь дело с огромным бычьим рынком, вызванным отсутствием ликвидности в этом секторе. Честно говоря, за прошедшие десять лет я много раз обжигался, а ты нет. Думаю, что из нас с тобой получится прекрасная команда, потому что ты слишком глуп и неопытен для того, чтобы знать, что нельзя покупать все подряд. А тот, другой парень, — сказал он, ссылаясь на моего босса, исполнительного директора отдела исследований акций, — он такой же выдохшийся, как и я».

—То есть, по сути дела вы перескочили через голову своего босса. Он, наверное, был очень сильно обижен?

— Да, и это было весьма неприятно. Хотя теперь я понимаю, что, с учетом обстоятельств, босс мой вел себя очень хорошо. Он был очень язвителен, но я, конечно, понимаю его разочарование сейчас гораздо лучше, чем в то время. Не могу себе представить, чтобы я сам вел себя лучше, если бы через двенадцать лет меня заменили 25-летним человеком.

— Очевидно, Дреллес сделал вас руководителем ис следовательского отдела не только из-за вашей моло дости. Должно было быть что-то еще.

— У меня была природная склонность к этому бизне су, и думаю, что на него произвела впечатление работа, которую я проделал, анализируя банковский сектор. На пример, в то время Citicorp чрезмерно увеличил разме щение кредитов на международных рынках, и я дал по Citicorp агрессивно медвежье заключение, что оказалось правильным. Хотя я и не завершил экономического об разования, я довольно неплохо разбирался в экономи ке и, вероятно, производил хорошее впечатление своим пониманием международных денежных потоков.

— Что происходило с результатами ваших исследо ваний?

— Аналитики представляли свои идеи комитету по выбору акций, состоявшему из семи членов. После презентации имел место период интенсивных дискуссий, в течение которого аналитики защищали свои рекомендации.

— Что происходило с рекомендациями после презентации?

— Если большинство членов комитета одобряло идею, то акцию помещали в «разрешенный» список. После того, как акция помещалась в этот список, ее могли покупать портфельные менеджеры банка. Они не имели права покупать акции, не включенные в этот список.

— А что происходило, если вы занимали медвежью позицию по акции?

— Если такая рекомендация принималась, то акции такой компании исключались из списка.

— Вам нравилось быть аналитиком?

— Я обожал эту работу. Я приходил на работу в шесть утра и оставался до восьми вечера. Помните, что это был банк, а не брокерская фирма, в которой такой рабочий день является нормой. Интересно, что хотя Дреллес проработал в банке тридцать лет, он тоже работал по похожему расписанию.

— Какого рода аналитический подход использовали вы при оценке акций?

— Когда я только начал, я составлял очень подробные бумаги, охватывающие каждый аспект акций данной компании или всей отрасли. Прежде чем попасть на презентацию в комитет по отбору акций, я должен был подать свой отчет директору по исследованиям. Я очень хорошо помню, как вручил ему свою справку по банковской отрасли. Я очень гордился своей работой. Однако он прочитал ее и сказал: «Эта вещь бесполезна. Что за-

ставляет акции двигаться вверх и вниз?» Это замечание подействовало как шпора. После этого я сосредотачивал свой анализ на поиске факторов, тесно связанных с движением цены акции, а не просто изучал все фундаментальные факторы. Честно говоря, даже сегодня многие аналитики по-прежнему не знают, что заставляет изучаемые ими акции двигаться верх или вниз.

— И какой же ответ нашли вы на этот вопрос?

— Очень часто ключевой фактор связан с прибы лью. Особенно справедливо это в отношении банковс ких акций. Акции химических компаний, однако, ведут себя совершенно по-иному. В этой промышленности ключевыми факторами, похоже, являются производс твенные мощности. Идеальным временем для покупки акций химических компаний является момент, когда из отрасли произошел отток производственных мощнос тей и появляется катализатор, который может вызвать увеличение спроса. И наоборот, идеальным временем для продажи этих акций является время, когда появля ется множество объявлений об открытии новых заво дов, а совсем не тогда, когда прибыли начинают умень шаться. Причина такой поведенческой модели заклю чается в том, что планы по расширению производства означают, что прибыль через два-три года понизится, и фондовый рынок стремится предвидеть такое развитие событий.

Другой освоенной мною дисциплиной, помогавшей мне определять, куда направится акция — вверх или вниз, — является технический анализ. Дреллес придавал техническому анализу большое значение, а я, вероятно, был наиболее восприимчив к техническому анализу среди всех прочих сотрудников его департамента. И хотя Дреллес был начальником, многие люди считали его чудаком из-за всех тех досье с графиками, которые он вел. Я, однако, пришел к выводу, что технический анализ может быть очень эффективным.

— А как остальные аналитики восприняли ваше на значение на должность директора исследовательского отдела, несмотря на то, что вы были значительно мо ложе и менее опытны?

— Как только они поняли, что Дреллес принял реше ние и собирается его придерживаться, они согласились с ситуацией. Однако чуть позже в том же году Дреллес ушел из банка, и я сразу почувствовал себя очень незащищен ным. Мне было всего *25* лет, а руководителям других де партаментов было за сорок и даже за пятьдесят. Как толь ко разнеслась весть об уходе Дреллеса, началась борьба за власть между руководителями отделов, стремившимися занять его должность.

Утром каждого понедельника я и руководители других отделов должны были представлять свои взгляды начальнику трастового департамента, который был юристом без какого-либо опыта в инвестировании. Считалось, что он потом использует наши презентации при принятии окончательного решения по замене Дреллеса. Очевидно, все решили, что я им не конкурент. Общее мнение сводилось к тому, что мне повезет, если я хотя бы смогу удержаться на своем посту директора исследовательского отдела, не то что унаследую должность Дреллеса.

Но, как оказалось, вскоре после ухода Дреллеса был свергнут шах Ирана. И здесь по-настоящему окупилась моя неопытность. Когда сместили шаха, я решил, что мы должны вложить 70% наших денег в акции нефтяных компаний, а остальное — в акции компаний военно-промышленного комплекса. Такой порядок действий казался мне настолько логичным, что я ни о чем другом и не думал. В то время я даже не понимал, что такое диверсификация. Как директор исследовательского отдела, я имел полномочия пропускать в комитет по отбору акций только те рекомендации, которые мне нравились, и я использовал это свое право, чтобы ограничить наши презентации преимущественно акциями нефтяных и военных компаний.

И вот по понедельникам я каждый раз представлял эту стратегию начальнику трастового департамента. Неудивительно, что руководители других отделов возражали против моей позиции, хотя бы просто из чувства противоречия. Они пытались опровергать все, что я говорил. Однако бывает такое время в вашей карьере, когда все, что вы делаете, оказывается правильным — и это был один из таких периодов. Конечно, сейчас я бы и мечтать не посмел вкладывать 70% портфеля в акции нефтяных компаний, но в то время ничего лучшего придумать не смог. К счастью, это оказалось идеальной позицией, и список отобранных нами акций во много раз превзошел S&P 500. И примерно через девять месяцев меня, к всеобщему полному удивлению, назначили на бывшее место Дреллеса — на должность директора инвестиционного департамента.

— Когда вы ушли из банка?

— В 1980 году я отправился в Нью-Йорк, чтобы сделать там одну презентацию. После беседы один из слушателей подошел ко мне и воскликнул: «Вы — ив банке! Какого черта вы там делаете?» Я ответил: «А что еще мне делать? Честно говоря, я думаю, мне повезло, что я там работаю — с учетом уровня моего опыта». Поговорив со мной еще пару минут, он спросил: «А почему бы вам не открыть свою собственную фирму?» «А как я могу это сделать? — спросил я. — У меня же совсем нет денег». «Если вы откроете свою собственную фирму, — ответил он, — я буду платить вам 10 тыс. долларов в месяц только за то, чтобы иметь право поговорить с вами. Вам даже не потребуется писать никаких отчетов».

Чтобы было ясно, о чем идет речь, скажу, что когда я начал работать в банке в 1977 году, я получал 900 долларов в месяц. Когда меня сделали директором исследовательского отдела, моя годовая зарплата составляла всего лишь 23 тыс. долларов, а все аналитики, которые мне подчинялись, зарабатывали больше, чем я. Даже после

повышения до должности Дреллеса я все равно зарабатывал лишь 48 тыс. долларов в год. В этом контексте предложение получать 10 тыс. долларов в месяц, не считая денег, которые я мог заработать, управляя фондами, показалось исключительно привлекательным. Я решил, что даже если полностью провалюсь, все равно смогу найти другую работу, где мне будут платить больше, чем сейчас в банке.

И вот в феврале 1981 года, наняв еще одного аналитика и секретаршу, я открыл Duquesne Capital Management. Мы начали с управления одним миллионом долларов, что на первых порах приносило нам 10 тыс. долларов за год. Большая часть нашего дохода поступала от ежемесячного гонорара в 10 тыс. долларов за консультации в соответствии с нашим соглашением. Начали мы исключительно хорошо, поймав резкое восходящее движение акций компаний с малой капитализацией. К середине 1981 года акции повысились до верхней границы своего оценочного диапазона, а процентные ставки в то время подскочили до 19%. Это была одна из самых очевидных в истории рынка ситуаций для продажи. Мы на 50% перешли в деньги, что по тем временам, я думаю, было по-настоящему радикальным шагом. Затем, в третьем квартале 1981 года, мы потеряли все.

— Я не понимаю. Как вы могли все потерять, если перешли на 50% в деньги?

— Ну, мы потеряли на 50-процентной позиции, ко торая еще оставалась.

— Да, но вы ведь могли потерять только половину от того, что теряли все остальные.

— В банке стандартная процедура заключалась в том, чтобы всегда быть почти полностью инвестиро ванными, и хотя я в банке больше не работал, я, оче видно, еще сохранял в значительной степени этот образ мышления. Вы должны понимать, что в июне 1981 года

я был настроен невероятно по-медвежьи. И мое мнение было абсолютно правильным, но мы все равно в третьем квартале потеряли *12%*. И я сказал своему партнеру: «Это преступление. Мы никогда еще не были так уверены в медвежьем характере этого рынка и все равно свели квартал с убытком». И прямо тогда мы раз и навсегда изменили нашу инвестиционную философию так, чтобы если когда-нибудь в будущем у нас снова будет такое медвежье настроение в отношении рынка, мы будем выходить в денежную позицию на 100%.

В четвертом квартале 1981 года фондовый рынок частично восстановился. В то время мы по-прежнему придерживались исключительно медвежьих взглядов и сбросили остальную нашу позицию акций. Мы поместили 50% в деньги, а 50% — в долгосрочные облигации. Нам нравилась долгосрочная позиция в облигациях потому, что она приносила 15%, политика ФРС были чрезвычайно жесткой, а инфляция уже быстро понижалась. Это казалось нам настоящим подарком.

Дела у нас шли очень хорошо, и к маю 1982 года активы под нашим управлением выросли до 7 млн долларов. Как-то утром пришел я на работу и обнаружил, что Drysdale Securities — клиент, которого мы консультировали — обанкротилась. Я немедленно позвонил своему знакомому в этой фирме, но его там уже не было.

Я понял, что у меня была проблема, требовавшая немедленного разрешения. Мои расходы составляли 180 тыс. долларов в год, а моя новая база доходов равнялась всего 70 тыс. долларов (1% от 7 млн долларов, которыми мы управляли). Я понятия не имел, как мы могли выжить. В то время наша фирма имела собственных активов чуть меньше 50 тыс. долларов, и я был абсолютно убежден в том, что процентные ставки понизятся. Я взял весь капитал фирмы и вложил его во фьючерсы на казначейские векселя. За четыре дня я потерял все. Парадоксально, но менее чем через неделю после нашего банкротства процентные ставки достигли

своего максимума за весь цикл. С тех пор на ту высоту они так уже и не поднялись. Именно тогда я узнал, что вы можете правильно предсказать поведение рынка и все же проиграть, если используете слишком большой леверидж.

В то время у меня был один клиент, который в весьма молодом возрасте продал компанию программного обеспечения. Он передал выручку от этой продажи, весьма значительную, какому-то брокеру, потерявшему половину суммы на опционном рынке. В отчаянии брокер привел его ко мне, и я очень неплохо для него поработал. Поскольку это был частный счет, в отличие от всех остальных моих клиентов, бывших пенсионными фондами, я мог использовать его для открытия короткой позиции на фондовом рынке. Кроме того, я держал длинную позицию по облигациям. Обе позиции процветали, и его счет значительно вырос.

Не зная куда деваться, я встретился с этим клиентом и спросил, не заинтересует ли его финансирование нашей компании в обмен на приобретение ее части. В то время это, вероятно, выглядело глупейшей сделкой, ибо фирма наша имела чистый убыток в 40 тыс. долларов и заложенный дефицит в 110 тыс. долларов в год. Управлялась она 28-летним человеком, имевшим всего лишь однолетний опыт работы и никакой репутации. И я продал ему 25% компании за 150 тыс. долларов, чего, как я рассчитал, будет достаточно, чтобы продержаться еще двенадцать месяцев.

Через месяц начался бычий рынок, и в течение примерно года управляемые нами активы выросли до 40 млн долларов. Я думаю, что 1983 год был первым годом, когда я заработал больше, чем моя секретарша. С середины 1983 до середины 1984 года у нас был период некоторого спада, но компания уцелела, и в дальнейшем дела у нее шли очень хорошо, особенно когда начался бычий рынок в 1985 году.

— С учетом успеха вашей собственной торговой компании, почему вы ушли в Dreyfus на должность уп равляющего фондом?

— В 1985 году я познакомился с Говардом Стайном, предложившим мне консультационное соглашение с Dreyfus. Он, в конечном счете, убедил меня официаль но поступить в Dreyfus на должность управляющего па рой их фондов. Они даже скроили новые фонды Dreyfus специально под мой стиль инвестирования. Частью со глашения было разрешение мне продолжать управлять своим фондом Duquesne Fund. Собственно говоря, я уп равляю Duquesne и по сей день.

— Расскажите о своем личном опыте накануне, во время и после краха фондового рынка 1987 года.

— Первая половина года была замечательной, по тому что я был настроен в отношении рынка оптимис тично, и цены шли прямо верх. В июне я изменил свое мнение и фактически полностью перешел в короткую позицию. Следующие два месяца были очень тяжелы ми, поскольку я боролся против рынка, а цены все шли и шли верх.

— Что определило выбор времени для вашего пере ключения с бычьей на медвежью позицию?

— Это было сочетание ряда факторов. Оценки бы ли чрезмерно завышенными: дивидендный доход по низился до 2,6%, а коэффициент цена/балансовая сто имость достиг исторического максимума. Кроме того, уже некоторое время ужесточала свою монетарную по литику Федеральная резервная система. Наконец, тех нический анализ показывал, что рост цен поддержан не всем рынком — а именно, сила рынка была в основном сконцентрирована в акциях с большой капитализаци ей, а широкий спектр других выпусков сильно отста вал. Этот фактор заставлял рост выглядеть как мыль ный пузырь.

— Как вы можете использовать оценку справед ливой стоимости акций для выбора времени сделки? Разве не был рынок уже некоторое время переоценен до того, как вы перешли от длинной позиции к ко роткой?

— Я никогда не использую такую оценку для выбора времени выхода на рынок. Я использую для тайминга показатели ликвидности и технический анализ. Такая оценка лишь говорит мне о том, как далеко может зайти рынок после того, как появится катализатор, изменяю щий направление рынка.

— И что это за катализатор?

— Этот катализатор — ликвидность, и я надеюсь, что мой технический анализ его сможет разглядеть.

— А что происходило с ликвидностью в 1987 году?

— Федеральная резервная система ужесточала свою политику с января 1987 года, и доллар падал, что поз воляло предположить, что ФРС произведет дальнейшее ужесточение.

— Какая была у вас прибыль в первой половине 1987 года прежде, чем вы переключились с длинной позиции на короткую?

— В разных фондах результаты были разные. В то время я управлял пятью различными хеджевыми фон дами, и в каждом использовалась своя стратегия. При быль фондов составляла что-то между 40 и 85 процента ми в то время, как я решил переключиться на медвежью позицию. Пожалуй, лучшие результаты были у Dreyfus Strategic Aggressive Investing Fund, который в течение второго квартала повысился примерно на 40%(это был первый квартал деятельности фонда). Это, безусловно, был замечательный год — до того момента.

Многие управляющие фиксируют прибыль, когда достигают значительного роста в начале года. Я же при-

держиваюсь философии, подкрепленной господином Соросом, что когда вы получаете право быть агрессивным, вы должны вести себя агрессивно. Именно годы, когда вы начинаете с большой прибылью, и есть те годы, когда вы должны стремиться к максимальной прибыли. И поскольку в том году у меня была приличная прибыль, я считал, что могу позволить себе какое-то время пойти против рынка. Я знал, что бычий рынок должен закончиться. Я просто не знал, когда. Кроме того, из-за невероятно завышенной оценки рынка я считал, что когда окончится бычий рынок, конец этот будет весьма впечатляющим.

— Насколько я понимаю, вы держали свою корот кую позицию вплоть до достижения рынком вершины пару месяцев спустя.

— Верно. К 16 октября 1987 года Доу опустился поч ти до уровня 2200 после того, как сделал вершину на уровне выше 2700. Я более чем покрыл свои более ран ние убытки по короткой позиции и снова имел очень прибыльный год. Именно тогда я сделал одну из самых трагических ошибок всей своей торговой карьеры.

Из графика следовало, что вблизи уровня 2200 находилась сильная зона поддержки, судя по торговому диапазону, который развивался на протяжении большей части 1986 года. Я был уверен, что рынок на этом уровне удержится. Я также играл с позиции силы, потому что имел прибыль по своей длинной позиции в начале года, а теперь выигрывал и по коротким позициям. И с чистой короткой позиции я перешел на 130-процентную длинную позицию (процентное число выше 100 означает использование левериджа).

— И когда вы совершили этот переход?

— После обеда в пятницу 16 октября 1987 года.

— Вы перешли из короткой позиции в длинную за день до краха? Не может быть!

— Совершенно верно, и в тот день из-за высокой ликвидности мне было очень легко изменить свою по зицию.

— Я не то чтобы удивлен, но как-то озадачен. Вы неоднократно говорили, что придаете техническому анализу огромный вес. И коль скоро рынок в то время падал вертикально вниз, разве технический анализ не удерживал вас от этой сделки?

— Ряд технических индикаторов позволял предпо ложить, что рынок в тот момент был перепродан. Более того, я думал, что огромная ценовая база вблизи уровня 2200 обеспечит исключительно сильную поддержку — по крайней мере, временную. Я считал, что даже если я совершенно не прав, рынок в понедельник утром не уйдет ниже уровня 2200. Я решил, что в понедельник ут ром дам длинной позиции полчаса времени, и если ры нок не отскочит вверх, я выйду.

— Когда вы поняли, что были не правы?

— В пятницу вечером после закрытия мне довелось поговорить с Соросом. Он сказал, что у него есть иссле дование, осуществленное Полом Тюдором Джонсом, и он хочет показать его мне. Я пришел в его офис, и он достал этот анализ, сделанный Полом примерно ме сяц или два назад. В исследовании демонстрировалась историческая тенденция фондового рынка ускоряться при движении вниз всегда, когда пробивается восхо дящая параболическая кривая — что и имело место. Анализ также иллюстрировал исключительно близкую аналогию между поведением цены на фондовом рынке 1987 года и фондовом рынке 1929 года с неизбежным заключением, что мы в тот момент находились на гра ни обвала.

Я буквально умирал, когда вернулся тем вечером домой. Я понял, что все испортил, и что рынок вот-вот рухнет.

— Вы поняли, что были неправы, только благодаря анализу Пола Тюдора Джонса?

— Фактически есть и второй важный элемент этой истории. В начале августа того года мне позвонила женщина, собиравшаяся уехать на отдых во Францию. Она сказала: «Мой брат говорит, что рынок выходит из-под контроля. Я должна уехать на три недели. Как вы думаете, с рынком будет все в порядке к тому времени, как я вернусь?» Я постарался успокоить ее словами: «Рынок, вероятно, уйдет вниз, но не думаю, что это случится так быстро. Вы можете совершенно спокойно ехать в свой отпуск». «А вы знаете, кто мой брат?» — спросила она. «Ни малейшего представления не имею», — ответил я. «Это Джек Дрейфус», — проинформировала она меня.

Насколько я знал, Дрейфус был занят работой своего медицинского фонда и в течение последних 15-20 лет особого внимания на рынок не обращал. На следующей неделе Говард Стайн привел ко мне в кабинет посетителя. «Это Джек Дрейфус», — объявил он. Дрейфус был одет в шерстяной кардиган и разговаривал очень вежливо. «Я хотел бы узнать о фьючерсном контракте на S&P, — сказал он. — Как вы знаете, я не занимался рынками 20 лет, однако меня очень обеспокоят разговоры, которые я слышу последнее время, когда играю в бридж. Все хвастаются теми деньгами, которые делают на рынке. Это очень напоминает мне все то, что я читал о рынке 1929 года».

Дрейфус хотел найти признаки чрезмерной покупки с маржинальных счетов для подтверждения его вывода о том, что рынок стремится к краху типа обвала 1929 года. Статистика по акциям не показывала какого-либо ненормально высокого уровня маржинальной покупки, однако он прочитал, что люди использовали фьючерсы S&P, чтобы открывать длинные позиции на фондовом рынке с 10-процентной маржей. Он предполагал, что покупка с чрезмерным кредитным плечом теперь перетекла во фьючерсы. Чтобы проверить эту теорию, он

хотел, чтобы я провел исследование и определил, нет ли необычно большой спекулятивной покупки фьючерсов S&P.

Поскольку у нас не было под рукой таких данных, для завершения исследования потребовалось некоторое время. По иронии судьбы мы закончили этот анализ после обеда в пятницу 16 октября 1987 года. В общем, эти данные показывали, что до июля 1987 года спекулянты все время играли на короткой стороне, но после этого момента переключились на все более растущую длинную позицию.

В субботу 17 октября я встретился с Джеком Дрейфусом, чтобы показать ему результаты анализа. Помните, он выражал озабоченность по поводу рынка в августе? Теперь уже я был чрезвычайно расстроен, потому что Сорос показал мне исследование Пола Тюдора Джонса.

Дрейфус взглянул на мою работу и сказал: «Думаю, мы немного опоздали для того, чтобы заработать на моих страхах». Это был сокрушающий удар. Я был абсолютно убежден в том, что нахожусь на неправильной стороне рынка. Я решил, что если в понедельник утром рынок откроется выше уровня поддержки, а это было примерно на 30 пунктов ниже моей цены, и не будет сразу же расти, я продам всю свою позицию. Как оказалось, рынок открылся с понижением на более чем 200 пунктов. Я знал, что должен немедленно выходить. К счастью, вскоре после открытия был небольшой отскок вверх, и я смог продать всю свою длинную позицию и открыть чистую короткую.

В тот же день после обеда, без пяти четыре, ко мне зашел Дрейфус. Он сказал: «Простите, что не сказал вам раньше, но я уже продал фьючерсы S&P, чтобы захеджировать свой риск на фондовом рынке». «И сколько же вы продали?» — спросил я. «Достаточно», — ответил он. Я спросил: «Когда вы открыли короткую позицию?» «Ну, примерно месяца два назад». Иными словами он открыл короткую позицию точно на вершине, примерно в то

время, когда я убеждал его сестру не думать о неизбежности вершины фондового рынка. Он спросил: «Как вы думаете, нужно ли мне сейчас закрывать свою короткую позицию?»

В тот момент, хотя Доу уже упал на 500 пунктов до уровня примерно 1.700, фьючерсы торговались на уровне, эквивалентном Доу 1.300. Я сказал: «Джек, вы должны закрывать свою позицию сейчас. Фьючерсы S&P торгуются, судя по Доу, с дисконтом на 4.500 пунктов». Он посмотрел на меня и спросил: «Что такое дисконт?»

— И что же, закрыл он тогда свою позицию?

— Конечно закрыл — и точно на абсолютном мини муме.

— Вернемся снова к вашей карьере. Почему вы уш ли из Dreyfus?

— Я чувствовал, что управлял слишком многими фондами (семью в то время, когда уходил). В дополне ние к собственно работе по управлению время от време ни от имени каждого фонда требовалось выступать на презентациях или участвовать в других видах деятель ности. Например, каждый фонд проводил по четыре за седания совета директоров в год.

— Как же вы могли находить время заниматься всем этим?

— А я и не мог — потому и ушел. Во время всего это го периода я постоянно общался с Соросом. Чем больше я с ним разговаривал, тем больше понимал, что все, что говорили о нем люди, было неправильным.

— А что о нем говорили?

— Ну, были разные рассказы о текучести кадров в фирме. Якобы Джордж платил людям хорошо, но быст ро увольнял их. Каждый раз, когда я упоминал, что Со рос пытается меня нанять, мои наставники в сфере биз-

неса твердо советовали мне не соглашаться. Сорос фактически начал называть меня своим преемником еще до того, как я поступил в его фирму. Когда я пришел к Соросу домой на собеседование, его сын сказал мне, что я уже десятый «преемник». Ни один из других особенно долго не продержался. Он считал, что это что-то истерическое. А когда на следующий день я прибыл в офис Сороса, весь персонал говорил обо мне как о преемнике. Им тоже это казалось очень смешным.

— А вы не думали о том, чтобы после ухода из Dreyfus сделать шаг назад и заняться исключительно своим фондом Duquesne Fund?

— Это, безусловно, был вариант. Фактически акти вы, которыми управлял Duquesne, значительно выросли без каких-либо маркетинговых усилий, просто из-за той известности, что я приобрел благодаря замечательным результатам фондов Dreyfus.

— Почему же вы не пошли по этому пути?

— Просто потому что Джордж Сорос стал моим идо лом. Он, казалось, лет на двадцать обогнал меня во внед рении принятой мной торговой философии: держать ключевую группу акций в длинной позиции и ключевую группу акций в короткой позиции и затем использовать леверидж для торговли фьючерсами S&P, облигациями и валютами. Я очень многое узнал лишь из разговоров с Соросом. Я думал, что в этой ситуации не смогу проиг рать. Худшее, что могло со мной случиться у Сороса, это что он уволит меня через год, — и в этом случае я получу последнюю часть своего образования и все равно смогу управлять Duquesne. В лучшем случае, все получится.

— Изменились ли ваши отношения с Соросом после того, как вы стали на него работать?

— Первые шесть месяцев наши взаимоотношения бы ли довольно неровными. Хотя у нас были сходные торго-

вые философии, наши стратегии были совершенно разными. Когда я начал у него работать, он собирался быть моим тренером — а тренером он был агрессивным. По-моему, Джордж Сорос — величайший инвестор всех времен, но даже если вас тренирует величайший в мире инвестор, это скорее мешает, чем помогает, если он вмешивается в ваши дела достаточно, чтобы нарушить ритм вашей торговли. На кухне не могут ужиться два повара, из этого просто ничего не получится. Отчасти вина была моя, потому что он, бывало, давал рекомендации, а я боялся возразить. В конце концов, как можно не согласиться с человеком, имеющим такую историю достижений, как у него?

Развязка произошла в августе 1989 года, когда Сорос продал позицию в облигациях, которую я раньше открыл. Раньше он никогда такого не делал. Хуже того, я был очень уверен в той сделке. Нечего и говорить, что я очень расстроился. И тогда мы в первый раз выговорились с ним до конца.

В конце концов, Сорос решил, что не будет вмешиваться в мои дела в течение шести месяцев. Честно говоря, я не надеялся на то, что он выполнит свое обещание, так как он и раньше пытался сделать это, но просто не мог. Дело было спасено, однако, событиями, назревшими в Восточной Европе в конце 1989 года. Как вы, вероятно, знаете, преобразование Восточной Европы и Советского Союза из коммунистической системы в капиталистическую было в последние годы главным увлечением Сороса. Для содействия достижению этой цели он открыл фонды в одиннадцати странах. А когда Джордж находился в Восточной Европе, он при всем желании не мог вмешиваться в мои дела.

И тогда все стало налаживаться. Я не только торговал самостоятельно, без какого-либо вмешательства, но и та же восточно-европейская ситуация привела к моей первой по-настоящему большой сделке для фонда Сороса Quantum Fund. Я никогда ни в одной сделке не был уверен так, как в длинной позиции по немецкой марке, ког-

да была разрушена Берлинская стена. Одной из причин, по которой я был так по-бычьему настроен в отношении немецкой марки, была радикальная теория валют, предложенная Джорджем Соросом в его книге «Алхимия финансов» (*TheAkhemy of Finance).* Его теория заключалась в том, что если огромный дефицит сопровождается снижением налогов и ужесточением кредитно-денежной политики, то валюта страны в конечном счете вырастет. Доллар идеально подтвердил эту теорию в период 1981-1984 гг. В то время общее мнение склонялось к тому, что доллар будет падать из-за огромного дефицита бюджета. Однако из-за того, что жесткая кредитно-денежная политика привлекала деньги в страну, доллар в итоге резко пошел вверх.

Когда была разрушена Берлинская стена, сложилась одна из тех ситуаций, которые были для меня ясны как день. Западной Германии предстояло столкнуться с гигантским дефицитом бюджета для того, чтобы финансировать перестройку Восточной Германии. В то же самое время Бундесбанк не был намерен терпеть инфляцию. И я без колебаний вложился в немецкую марку. Это оказалась замечательной сделкой.

— Какую по величине позицию вы открыли?

— Примерно *2* млрд долларов.

— А вам не трудно было открывать позицию такого размера?

— Нет. Я сделал это всего за несколько дней. Кроме того, открыть такую позицию оказалось значительно легче благодаря общим медвежьим настроениям, ца рившим в то время. В течение первых двух дней после разрушения стены немецкая марка даже упала, потому что люди подумали, что перспектива растущего дефи цита окажет на валюту негативное влияние.

— Не приходят ли вам ум какие-то другие крупные сделки? Особенно меня интересуют их обоснования.

— В конце 1989 года я стал по ряду причин испытывать чрезвычайно медвежье настроение в отношении японского фондового рынка. Во-первых, на многолетнем графике индекс Nikkei достиг очень сильного уровня сопротивления, после чего во всех предыдущих случаях начиналось падение или в худшем случае консолидация. Во-вторых, рынок, похоже, находился в фазе огромного спекулятивного мыльного пузыря. Наконец, и это самое важное — втрое важнее всего, что я только что сказал, — Банк Японии начал значительно ужесточать кредитно-денежную политику. А вот что в то же время происходило на японском рынке облигаций *(Дракенмиллер показывает мне график, из которого видно, что в то же самое время, когда индекс Nikkei рос до рекордных максимумов, японский рынок облигаций стремительно падал вниз).* Открытие коротких позиций на японском фондовом рынке в то время было одной из наилучших сделок в смысле соотношения риска и вознаграждения, которые мне приходилось видеть.

—Как обстояли ваши дела в момент начала воздушной войны против Ирака, когда американский фондовый рынок начал стремительно расти без коррекций? Была ли у вас короткая позиция из-за того, что до этого рынок находился в нисходящем тренде? Если да, то как вы справились с этой ситуацией?

— Я вступил в 1991 год с позициями, которые совсем не соответствовали движениям рыночных цен, произошедшим в последующие месяцы. У меня были короткие позиции примерно на 3 млрд долларов на американском и японском фондовых рынках, а также большие короткие позиции на американском и мировых рынках облигаций.

Я начал изменять свою оценку рынка во время первых двух недель 1991 года. При движении вниз пессимизм относительно американского фондового рынка стал чрезмерным. Все говорили о том, как рухнет рынок,

если Соединенные Штаты начнут войну против Ирака. Кроме того, отсутствовала широкая поддержка тренда. Хотя индекс Доу-Джонса упал до нового недавнего минимума, новых минимумов достигли лишь восемьдесят из 1700 акций Нью-Йоркской фондовой биржи.

К 13 января я закрыл свою короткую позицию по фьючерсам S&P, но у меня еще были короткие позиции по акциям. В тот день я поговорил с Полом Тюдором Джонсом, который только что вернулся после участия в дискуссии, организованной Barren's. Он рассказал мне, что восемь из восьми участвовавших в ней управляющих капиталом заявили, что имеют крупнейшую за последние десять лет денежную позицию. Я никогда не забуду, что S&P тогда был вблизи 310, и Пол сказал: «Он моментально достигнет 340». К тому времени я уже начал менять свое настроение на бычье, и разговор этот придал мне дополнительный толчок в том же направлении. Я был убежден, что как только начнется война, рынок начнет расти, потому что все, что можно было продать, уже было продано.

— Почему вы не подождали до тех пор, пока война не начнется по-настоящему, прежде чем приступить к покупке?

— Потому что все ждали начала войны, чтобы начать покупать. И я подумал, что нужно начать покупать до 15 января, когда истечет срок ультиматума, выдвинуто го Соединенными Штатами.

— А вы полностью переключились с короткой по зиции на длинную до начала огромного роста в утро после начала воздушной войны?

— Да, в своем фонде Duquesne Fund, потому что он был более гибким. Что касается фонда Сороса Quantum Fund, то мы перевели с короткой на длинную нашу фьючерсную позицию S&P, но все еще имели огромную короткую позицию по акциям. Значительная часть этой

позиции была в акциях банковских компаний и компаний недвижимости — эту часть позиции было трудно быстро закрыть. Но вскоре после начала войны мы полностью перешли в длинную позицию.

— И каков же был ваш результат после того, как все закончилось?

— Каким бы невероятным это ни казалось, мы свели январь с прибылью после того, как в начале месяца у нас была короткая позиция на 3 млрд долларов в акциях по всему миру, короткая позиция на 3 млрд долларов по доллару против немецкой марки и большая короткая позиция по американским и японским облигациям — все эти позиции были направлены против сильного январского роста рынка.

— Почему у вас оказалась такая большая короткая позиция по доллару против немецкой марки?

— Это была та самая позиция, которую мы держали в течение более года, с тех пор как обрушилась Берлинская стена. Базовой предпосылкой этой сделки было то, что немцы будут придерживаться сочетания политики фискальной экспансии и жесткой кредитно-денежной политики — а это для их валюты бычья комбинация.

— Что побудило вас отказаться от этой позиции?

— Было два фактора. Во-первых, во время войны США с Ираком наблюдалась значительная покупка доллара благодаря процессу бегства капитала в «безопасные гавани». Как-то утром прошло сообщение о том, что Хусейн собирается капитулировать до начала наземной войны. Доллар после такой новости должен был резко упасть относительно немецкой марки, но он понизился лишь чуть-чуть, и я почувствовал, что что-то здесь не так. Вторым фактором был слух, что немцы собираются повысить налоги. Иными словами, они собирались изменить свою политику фискальной экспансии, что лик-

видировало бы одну из главных причин нашей длинной позиции по немецкой марке. И за одно утро мы купили примерно 3,5 млрд долларов против немецкой марки.

— Соединенные Штаты переживают длительную рецессию и крайне отрицательные настроения потре бителей (во время этого интервью в декабре 1991 года). Есть ли у вас какие-нибудь соображения относитель но долгосрочной экономической перспективы нашей страны?

— На мой взгляд, 1980-е годы до смешного повто рили 1920-е. Мы нарастили отношение долга к ВНП до невероятных уровней. Еще больше в серьезности этой проблемы меня убедили многочисленные поглощения компаний с привлеченным финансированием конца 1980-х годов, которые делали общую ситуацию с дол гом все хуже и хуже. Я никогда не рассматривал текущее ухудшение экономической конъюнктуры как спад, я всегда рассматривал его как ликвидацию долга, которую некоторые люди называют депрессией. Здесь речь идет не просто о спаде продолжительностью два квартала. Когда вы наращиваете долг годами, он действует как де прессант на экономику до тех пор, пока проблема долга не будет решена, на что требуется значительный период времени. Ликвидация долга имеет тенденцию продол жаться годами.

— С учетом вашего весьма отрицательного долго срочного прогноза для американской экономики, име ете ли вы крупную длинную позицию в облигациях?

— У меня была длинная позиция до конца 1991 года. Однако привлекательная доходность должна быть пос ледней причиной для покупки облигаций. В 1981 году публика активно продавала облигации, отказываясь от 15% годовых в течение ближайших тридцати лет, по тому что она не могла устоять перед соблазном 21-про центной краткосрочной доходности. Люди не думали о

длительной перспективе. Теперь из-за того, что ставки денежного рынка равны всего 4,5%, та же самая несчастная публика снова скупает облигации, на тридцать лет кредитуя правительство под 7,5% годовых. И никого не тревожит, что это правительство живет с дефицитом в 400 млрд долларов.

Текущая ситуация прямо противоположна 1981 году. В 1981 году публике следовало рассматривать поднятие Волкером краткосрочных ставок до 21% как очень положительное событие, которое понизит долгосрочную инфляцию и подтолкнет вверх цены облигаций и акций. Вместо этого люди купились на более высокую краткосрочную доходность. Напротив, сейчас, когда экономика в упадке, дефицит растет, а администрация и Федеральная резервная система находятся в состоянии паники, публике следует понимать опасность покупки долгосрочных облигаций. А вместо этого те же люди, которые продавали в 1981 году свои облигации при 15-процентных ставках, теперь снова покупают те же облигации с 7,5-процентной cf явкой, потому что не могут найти своим деньгам лучшего применения. Еще раз напоминаю, что они не думают о длительной перспективе.

— Ваши долгосрочные результаты значительно превосходят среднеотраслевые. В чем, по вашему мне нию, причина таких замечательных успехов?

— Джордж Сорос придерживается философии, ко торую принял и я: для того, чтобы увеличить прибыль в долгосрочной перспективе, нужно избегать серьезных убытков и время от времени выигрывать по-крупному. Вы можете позволить себе быть гораздо более агрессив ным, когда делаете хорошую прибыль. Многие управ ляющие, достигнув роста в 30-40%, закрывают свой год (т. е. торгуют оставшуюся часть года очень осторожно, чтобы не подвергать опасности ту очень хорошую при быль, которая уже достигнута). Но для того, чтобы в те чение многих лет стабильно получать высокую прибыль,

нельзя успокаиваться, получив 30%. Напротив, заработав 30-40%, не стоит останавливаться на достигнутом, нужно постараться достичь конца года со 100-процентной прибылью. Если вы сумеете в течение нескольких лет делать по 100% и избегать убыточных лет, то вы достигнете по-настоящему выдающихся долгосрочных результатов.

— Чему еще вы научились у Сороса?

— Наиболее важный урок, который преподал мне Сорос, состоит в следующем. Главное не в том, правы вы или не правы, главное, сколько денег вы зарабатываете, когда вы правы, и сколько теряете, когда вы не правы. Сорос критиковал меня всего несколько раз, и это всегда происходило тогда, когда я был прав в отношении рынка, но не воспользовался возможностью в полной мере.

В качестве примера могу привести случай, когда вскоре после того, как я начал работать на Сороса, я, испытывая крайне медвежьи настроения по отношению к доллару, открыл большую короткую позицию по доллару против немецкой марки. Эта позиция начала двигаться в мою пользу, и я очень гордился этим. Сорос пришел в мой кабинет, и мы поговорили об этой сделке. «Какую по величине позицию ты имеешь?» — спросил он. «Один миллиард долларов», — ответил я. «И ты называешь это позицией?» — сказал он неодобрительно. Он посоветовал мне удвоить позицию. Так я и сделал, и сделка эта принесла нам значительную прибыль.

Сорос научил меня, что когда ты очень уверен в сделке, надо вкладывать в нее все. Требуется мужество, чтобы быть свиньей. Требуется мужество, чтобы не закрывать прибыльную позицию при огромном леверидже. По мнению Сороса, когда ты в чем-то прав, те не можешь иметь слишком большую позицию.

Хотя в то время я в Soros Management не работал, я слышал, что накануне соглашения Plaza Accord осенью

1985 года другие трейдеры в офисе, подражая Джорджу, открыли накануне этой встречи длинную позицию по иене. Когда в понедельник утром иена открылась с повышением на 800 пунктов, эти трейдеры не могли поверить размеру своей прибыли и возбужденно начали закрывать позиции. По рассказам, Джордж якобы вошел, распахнув настежь дверь и приказал остальным трейдерам прекратить продавать иену, сказав им, что берет на себя их позиции. И в то время как эти трейдеры поздравляли себя с получением крупнейшей прибыли в своей жизни, Сорос смотрел на вещи шире: правительство только что сказало ему, что доллар в течение всего следующего года будет идти вниз. Так почему бы ему не быть свиньей и не прикупить еще (иен)?

Сорос также лучше всех умеет встречать убыток. Ему все равно, выигрывает он или проигрывает на сделке. Если сделка не срабатывает, он достаточно уверен в своей способности выиграть в следующих сделках и поэтому может легко выходить из позиции. На полке стоит много пар обуви, носите только те туфли, которые хорошо сидят. Если вы очень уверены в себе, то убыток вас не беспокоит.

— Как вы справляетесь с психологическим давлением от управления портфелем во много миллиардов долларов?

— Теперь я переживаю по этому поводу гораздо меньше, чем несколько лет назад. У этого бизнеса есть одна замечательная черта — он ликвиден, и вы в любой день можете начисто стереть все с доски. До тех пор, пока я контролирую ситуацию — т. е. до тех пор, пока я могу закрыть свои позиции, — причин для беспокойства нет.

По словам Дракенмиллера, для получения превосходных результатов требуются два ключевых элемента: сохранение капитала и большие выигрыши. О первом принципе говорят и пишут очень много, а второй ценится

значительно меньше. В смысле управления портфелем Дракенмиллер говорит, что для того, чтобы достичь по-настоящему хороших результатов, вы должны до конца использовать ситуации, в которых вам по-настоящему везет. Именно в такое время нужно выжимать из рынка все, что можно, а не почивать на лаврах. Необходимо избегать проигрышных лет и стараться в отдельные годы зарабатывать по несколько сотен процентов. Что касается отдельных сделок, то под исключительными выигрышами подразумевается использование большого левериджа в тех нечастых обстоятельствах, когда вы испытываете огромную уверенность. По словам Дракенмиллера: «Нужно иметь мужество, чтобы быть свиньей».

Другим важным уроком, который следует извлечь из этого интервью, является то, что если вы совершаете ошибку, реагируйте на нее немедленно! Дракенмиллер допустил невероятную ошибку, переключившись с короткой на 130-процентную длинную позицию в день накануне массивного обвала акций 19 октября 1987 года, и все же он завершил месяц с чистой прибылью. Как? Когда он понял, что принципиально ошибся, он в течение первого часа торгов 19 октября ликвидировал всю свою длинную позицию и тут же открыл короткую. Если бы он был менее восприимчив и защищал свою первоначальную позицию, столкнувшись с признаками противоположными, или протянул бы время в надежде, что рынок восстановится, он понес бы гигантский убыток. А вместо этого он даже получил небольшую прибыль. Способность воспринимать неприятную правду (т. е. поведение рынка, противоречащее позиции игрока) и реагировать решительно и без малейшего колебания является признаком великого трейдера.

Хотя Дракенмиллер использует метод оценки справедливой стоимости акций и рынка в целом и считает, что этот метод важен при измерении потенциальной величины будущего движения цены при развороте текущего рыночного тренда, он подчеркивает, что для

тайминга этот подход использовать нельзя. Ключевыми инструментами, которые Дракенмиллер применяет для тайминга рынка, являются анализ ликвидности и технический анализ.

При оценке отдельных акций Дракенмиллер вспоминает совет своего первого босса, который заставил его понять, что первым шагом любого анализа является определение факторов, которые заставляют ту или иную акцию идти вверх или вниз. Конкретные причины в каждом секторе рынка, а иногда даже внутри каждого сектора могут быть самыми разнообразными.

Весь торговый стиль Дракенмиллера противоречит ортодоксальному подходу к управлению фондами. По его мнению, нет никакой логической причины, по которой инвестор (или управляющий фондом) должен все время почти полностью держать капитал инвестированным в акции. Если анализ инвестора указывает на вероятность предстоящего медвежьего рынка, ему следует полностью перейти в денежную позицию и, возможно, даже в чистую короткую позицию. Вспомните разочарование Дракенмиллера от того, как в середине 1981 года он, испытывая чрезвычайно медвежьи настроения и будучи абсолютно прав в своем прогнозе, все же потерял деньги, потому что в то время все еще не мог избавиться от мысли, что фондовый управляющий должен все время иметь чистую длинную позицию. Вряд ли можно усомниться в том, что долгосрочная прибыль Дракенмиллера была бы значительно ниже, а падения его капитала значительно глубже, если бы он ограничивался только длинной стороной фондового рынка. Гибкость стиля Дракенмиллера — работа с короткими и длинными позициями, а также диверсификация в другие крупные глобальные рынки (например, облигации и валюты) — является, несомненно, ключевым элементом его успеха. В шахматах ферзь, который может двигаться во всех направлениях, является значительно более сильной фигурой, чем пешка, которая может ходить только вперед.

Одной из непреложных истин рынка (или, точнее, одной из непреложных истин человеческой природы) является то, что вы не можете выиграть, если не можете позволить себе проигрыш. Классическим примером является попытка Дракенмиллера сыграть на фьючерсах на казначейские векселя в отчаянном усилии спасти свою фирму от финансовой катастрофы. И хотя он купил фьючерсы всего за неделю до их исторического минимума (вряд ли можно выбрать время для сделки лучше), он потерял все свои деньги. Сделку испортила сама необходимость выиграть — в данном случае из-за чрезмерного левериджа и отсутствия планирования. Рынок — строгий учитель, и он редко терпит опрометчивость, связанную со сделками, порожденными отчаянием.

РИЧАРД ДРИХАУС

ИСКУССТВО ВЫСОКОПРИБЫЛЬНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Ричард Дрихаус *(RichardH. Driehaus)* влюбился в фондовый рынок еще мальчишкой, и с тех пор его энтузиазм в отношении рынка не поколебался ни разу. Еще будучи подростком, Дрихаус понял, что глупо следовать рекомендациям финансовых обозревателей. В результате он решил заняться самообразованием, поглощая все посвященные акциям информационные бюллетени и финансовые журналы, которые мог найти в местной библиотеке. Именно в те детские годы он начал развивать в себе основы рыночной философии, которая позднее станет ядром его подхода как аналитика ценных бумаг и портфельного менеджера.

Окончив колледж, Дрихаус пустился на поиски работы, связанной с рынками, и нашел себе место аналитика-исследователя. Хотя работа ему нравилась, его расстраивало то, что лучшие его рекомендации игнорируются. Первая возможность управлять деньгами представилась Дрихаусу в 1970 году, когда он работал в отделе институциональной торговли A. G. Becker. К своему приятному удивлению, Дрихаус увидел, что его торговые идеи оказываются на практике даже лучше, чем он смел подумать. Все три года, которые он проработал менеджером в A. G. Becker, он достигал результатов, превышавших ре-

зультаты 99% портфельных менеджеров, оценивавшихся Fund Evaluation Service — крупнейшей службой рейтингования фондов того времени, принадлежавшей Becker.

Уйдя из A. G. Becker, Дрихаус поработал директором по исследованиям в Mullaney, Wells and Company, а затем в Jessup and Lamount, после чего в 1980 году открыл свою собственную фирму. За двенадцатилетний период, прошедший с 1980 года, Дрихаус добился среднегодовой прибыли свыше 30% (за вычетом брокерских и управленческих гонораров), что почти вдвое превосходит среднегодовую прибыль S&P 500, составившую за тот же период 16,7%. S&P 500, однако, не является в данном случае подходящим эталоном, ибо Дрихаус фокусируется на акциях с малой капитализацией. Если вы думаете, что замечательные результаты Дрихауса связаны с более высокими результатами акций с малой капитализацией, учтите, что индекс Russell 2000, отслеживающий производительность американских компаний, занимающих место с 1001 по 3000 (а именно акции таких^компаний входят в портфель Дрихауса), за тот же двенадцатилетний период рос со средней скоростью 13,5% годовых. Один доллар, инвестированный в индекс Russell в 1980 году, в конце 1991 года превратился бы в 4,56 доллара; один доллар, инвестированный в Small Cap Fund Дрихауса, вырос бы за тот же временной период до 24,65 доллара.

Хотя флагманским инвестиционным инструментом Дрихауса являются акции компаний с малой капитализацией, он расширил свой ассортимент, включив в него и другие типы фондов. Особенно ему нравится концепция, лежащая в основе его Bull and Bear Partnership Fund. Этот фонд стремится снять влияние общего тренда фондового рынка, стараясь все время уравновешивать длинные и короткие позиции. Иными словами, риск фонда, связанный с направлением рынка, все время близок к нулю, а результаты его целиком зависят от выбора отдельных акций. В первые два года своей работы — 1990 и 1991 — этот фонд принес годовую прибыль в 67% и 62%

соответственно (до вычета 20% прибыли на уплату гонорара), и лишь в трех из 24 месяцев был зафиксирован убыток (крупнейший из убытков составил всего 4%).

С течением времени все более важной силой в жизни Дрихауса становится филантропия. В 1984 году он основал Richard H. Driehaus Foundation, вложив в него акций TCBY (*The Country's Best Yogurt,* ранее *This Can't Be Yogurt)* на один миллион долларов. Он управляет средствами этого фонда, распределяя ежегодно 5% его суммарного капитала на различные благотворительные дела. По состоянию на конец 1991 года капитализация фонда выросла до примерно 20 млн долларов.

Я познакомился с Дрихаусом во время одного из его периодических набегов на аукционы произведений искусства в Нью-Йорке. Интервью было организовано в обстановке неспешного завтрака (слишком неспешного в том, что касается работы персонала) в уютном ресторане небольшого отеля в средней части города. Затем мы перебрались, чтобы продолжить интервью, в спокойное фойе ближайшего отеля, где темные стены, от пола до потолка покрытые деревянными панелями, и античные фигуры создавали атмосферу вековой старины.

— Когда вы впервые заинтересовались фондовым рынком?

— Когда мне было тринадцать лет, я решил инвести ровать в фондовый рынок 1000 долларов, которые ско пил, зарабатывая на развозе газет. Мои первые инвес тиции, в которых я руководствовался рекомендациями финансовых обозревателей и брокеров, оказались не важными. Я думал тогда, что если буду следовать сове там профессионалов, то буду делать деньги. Этот опыт оказался очень разочаровывающим.

Я решил попытаться понять, что заставляет цены акций двигаться. Я начал регулярно ходить в местную библиотеку и читать разные финансовые периодические издания и информационные бюллетени. Одним из

таких изданий, оказавшим на меня чрезвычайно сильное влияние, был информационный бюллетень Джона Хэролда «Наиболее быстро растущие компании Америки».

— Что понравилось вам в этом периодическом из дании?

— Оно стало моим любимым источником по двум причинам. Во-первых, в нем я видел, какого успеха мож но достичь, покупая растущие акции. В информацион ном бюллетене Хэролда указывались акции, которые он рекомендовал десять лет назад, и которые выросли с тех пор в 10-20 раз. Мне это казалось невероятным ростом. Во-вторых, подход Хэролда, заключавшийся в концен трации внимания на росте прибыли, казался мне очень понятным. Казалось логичным, что если в течение дли тельного периода времени прибыль компании растет, цена ее акций должна двигаться в том же направлении. В своем информационном бюллетене Хэролд приводил графики, в которых цена акций и прибыль накладыва лись друг на друга в течение десятилетнего периода, и оба графика показывали значительный рост. Эти графи ки, в общем демонстрировавшие, что цена акций соот ветствует долгосрочному росту прибыли, стали для ме ня очень сильным символом.

— Была ли ваша первая работа связана с рынками?

— Да. После колледжа я получил место аналитика ценных бумаг в маленькой брокерской фирме на Сред нем Западе. К своему разочарованию, я увидел, что мно гие мои рекомендации по управлению портфелями кли ентов так никогда и не использовались.

— Почему же?

— Потому что коэффициенты цена/прибыль (отно шение цены акции к прибыли компании в расчете на од ну акцию, P/E) рекомендованных мной компаний были

слишком высоки. Многие из лучших акций роста имеют высокие коэффициенты, и их психологически трудно покупать. И если брокеры не отказывались от акций из-за высоких коэффициентов цена/прибыль, то это делали клиенты. Кроме того, я понял, что многие брокеры не были настоящими портфельными менеджерами, а в основном занимались продажами. И меня очень расхолаживало то, что многие из моих лучших рекомендаций не использовались.

Примерно через два года я ушел из этой компании и поступил в отдел институциональной торговли A. G. Becker, которая в то время занимала весьма сильные позиции в брокерском бизнесе на Среднем Западе. Я издавал свой собственный, для служебного пользования, бюллетень с рекомендациями для клиентов этого отдела. Руководство компании стало замечать, что рекомендованные мною акции значительно превосходили акции в других портфелях, а также их собственные рекомендации. В начале 1970-х годов мне дали под личное управление примерно 400 тыс. долларов из A. G. Becker Profit-Sharing Fund. Это была моя первая возможность применить свою инвестиционную философию. Я был в полном восторге.

— Заметили ли вы какую-то разницу между реаль ным управлением деньгами и просто составлением ре комендаций?

— Нет, не особенно. Однако период, когда я начал управлять этим счетом, совпал с медвежьим рынком ак ций. Соответственно, в самом начале мне довелось пе режить несколько крупных убытков. Это хороший при мер того, почему вам нужна вера в свой подход для того, чтобы добиться успеха. Например, одними из первых купленных мною акций были Bandag, которые я приоб рел по 37 долларов. Эти акции сначала понизились до *22* долларов, но затем на последовавшем бычьем рынке 1971-72 годов выросли в десять раз.

— Держали ли вы эти акции на протяжении всего их движения?

— Нет, к сожалению, нет. Примерно через год я нахо дился в деловой поездке и позвонил в свой офис, чтобы проверить, как дела с акциями. Я узнал, что Bandag в тот день повысились на 5 долларов, достигнув нового мак симума в 47 долларов. Я решил зафиксировать прибыль с тем, чтобы позднее снова купить эти акции. После это го Bandag продолжили непрерывный рост в течение сле дующего года вплоть до максимума в 240 долларов. Этот опыт научил меня, что после того, как продашь хоро шую акцию, нелегко купить ее снова. Этот случай уси лил мысль о том, что быть долгосрочным инвестором означает иметь большие преимущества и комфорт.

— Однако, насколько я понимаю, ваш средний пе риод держания акций значительно короче, чем у боль шинства других управляющих капиталом. Почему?

— Хотя многие из акций держатся в наших портфе лях очень длительное время, если дела у них идут хоро шо, для того, чтобы получить более высокие результаты, вы должны быть готовы менять состав своего портфеля более часто, чем это принято. Я всегда стараюсь подби рать наилучшие потенциально результативные акции по состоянию на текущее время. Даже если я думаю, что акция, которая у меня уже есть, пойдет в будущем вверх, но считаю, что тем временем другая акция принесет зна чительно лучший результат, я заменяю одну другой.

— Иными словами, вы хотите ставить на самую быструю лошадь, даже если ваша первая лошадь все еще мчится в правильном направлении.

— Да, но, что еще более важно, я хочу быть уве ренным в том, что смогу соскочить с лошади, если она начнет двигаться в неправильном направлении. Боль шинство людей считает, что большой оборот — вещь опасная, но я думаю иначе. Высокий оборот снижает

риск, когда является результатом принятия ряда небольших убытков с целью избежания крупных убытков. Я не держу акции, у которых ухудшаются фундаментальные показатели или характер движения цены. Такой оборот имеет для меня смысл. Он снижает риск, он его не увеличивает.

— Сколько вы проработали в A. G. Becker?

— Я ушел осенью 1973 года на должность директора исследований в небольшую региональную брокерскую фирму Mullaney, Wells and Company.

— Давали ли они вам деньги под управление?

— Нет, но A. G. Becker позволила мне продолжать уп равлять счетом, которым я торговал для них. Кроме то го, женщина, которая занималась согласованием сделок в конторе A. G. Becker, увидела, что я удачно выбираю акции. Она дала мне под управление свои собственные 104 тыс. долларов, что составляло большую часть ее ликвидных активов.

— Насколько я помню, конец 1973 года был особен но плохим временем для открытия счета на фондовом рынке.

— Верно. Медвежий рынок 1973-74-го был худшим со времен 1930-х годов.

— Вы полностью инвестировали свой капитал?

— Да.

— Тогда я думаю, что счет ваш довольно сильно пострадал.

— В худший момент, насколько я помню, сумма 104 тыс. долларов понизилась до уровня менее 60 тыс.

— Не поколебалась ли уверенность в вас вашего клиента?

— В этом вся прелесть — ее уверенность ни разу не поколебалась. Ей хватило силы духа продолжать. Собс твенно говоря, она до сих пор является моим клиентом. Я всегда буду благодарен ей за то, что она верила в меня, когда я был молод и не имел репутации.

— Какова величина ее счета сегодня?

— Сейчас ее счет вырос до 5,8 млн долларов — после вычета налогов. Моя система работает!

— Были ли какие-нибудь выдающиеся сделки в ва шей длительной торговой истории?

— Моей крупнейшей позицией за все время были ак ции Home Shopping Network (HSN), которые я приобрел в 1986 году. Я услышал об этой компании от одного из сво их аналитиков, которого послал на конференцию, органи зованную студией кабельного телевидения за несколько недель до преобразования этой компании в публичную. Как вы, вероятно, знаете, Home Shopping Network продает через кабельное телевидение недорогие товары—одежду, украшения и т. д. Предприятие это открылось примерно за год до IPO (первичного размещения их акций на рын ке) и в первые шесть месяцев продало товара на 64 млн долларов, заработав 7 млн долларов после уплаты нало гов. Это были, пожалуй, лучшие результаты, которые я когда-либо видел у начинающей компании. Более того, компания эта все еще имела невероятный потенциал. На момент IPO она имела небольшое количество подписчи ков, но очень быстро расширяла свою клиентскую базу. Системам кабельного телевидения нравились их услуги, потому что они получали часть прибыли. Поэтому HSN было легко подключаться к новым кабельным сетям.

— Вы купили эти акции на первичном размещении?

— Мне этого очень хотелось, но купить эти акции че рез IPO было очень трудно. Я думаю, мы купили всего 100 акций. Цена предложения была 18 долларов за ак-

цию, а первые сделки на вторичном рынке проводились по цене чуть выше 40 долларов. Большую часть своей позиции я приобрел в диапазоне от 40 до 50 долларов.

— Трудно ли было покупать акции, когда они повы сились так сильно?

— Нет, потому что рост был огромным, компания делала много денег, и потенциал в то время казался без граничным. Покупая на этих уровнях, я чувствовал се бя очень спокойно. Через пять месяцев цена акции до стигла 100 долларов. В то время компания продолжала наращивать свою базу подписчиков и даже приобрела несколько телевизионных станций, чтобы увеличить число зрителей. Доходы оставались очень высокими.

— Сколько вы держали эти акции?

— К началу 1987 года акция достигла 200 долларов. Я послал одного из своих аналитиков во Флориду на собрание акционеров, организованное этой компанией. Хотя руководство излучало оптимизм, на собрании оно признало, что почти весь рост происходит за счет но вых подписчиков, и что увеличение заказов со стороны старых подписчиков уже не так велико. Примерно в это время акция развернулась вниз и с технической точки зрения. Это было все, что мне нужно. Я начал быстро продавать акции, и в течение следующих нескольких не дель ликвидировал всю позицию.

— Есть ли какие-нибудь другие примеры выбора ак ций, иллюстрирующие ваш инвестиционный стиль?

— Недавним примером может служить U.S. Surgical (USS). Хотя сейчас USS стала институциональным фаво ритом, мне повезло открыть эту акцию в конце 1989 го да, еще до того, как она начала по-настоящему расти. В то время USS еще не имела характеристик замечательной акции, которые она продемонстрировала позднее в 1990 и 1991 годах — ускорение объема продаж и прибыли,

высокая относительная сила и институциональное спонсорство. Но она имела очень мощную фундаментальную основу. Она разработала ряд чрезвычайно популярных неинвазивных хирургических продуктов — а это был инновационный сектор, который, как я считал, станет самым быстрорастущим медицинским рынком 1990-х годов. USS является, вероятно, хорошим примером того, что я стараюсь делать, потому что ключом к покупке этих акций было раннее распознавание рынка неинвазивной хирургии. В 1989 году эта новая процедура была не очень известна на Уолл-стрит. Она не блистала тем, что я называю «факторами левого полушария мозга» (микрофакторами), т. е. темпами роста, коэффициентами, маржей и т. д. Эта акция характеризовалась «факторами правого полушария мозга» (макрофакторами). Вы должны были оценить потенциал этого рынка до того, как он будет подтвержден внушительными цифрами.

Другим хорошим примером является производитель спинальных имплантантов Danek Group (DNKG). Я начал покупать DNKG, как только акция стала публичной— в мае 1991 года. У нее были все признаки, характеризующие, на мой взгляд, растущую акцию: ускорение темпов роста прибыли и принадлежащие ей собственные продукты на быстрорастущем рынке. Более того, со спекулятивной точки зрения DNKG была сильной компанией, выпускавшей медицинскую продукцию в то время, когда акции таких компаний шли на рынке нарасхват. Все имевшее отношение к здравоохранению в 1991 году отрывали с руками, и DNKG энергично участвовала в этом движении, быстро повысившись в течение первых трех месяцев после публичного предложения с 19 до 43 долларов. Но затем стали циркулировать слухи, что у DNKG будут какие-то проблемы с FDA. Хотя эта новость подтверждения не получила, акции всего за пару дней упали с 43 до 34 долларов. Это была моя вторая по величине позиция. Обычно я продаю часть позиции, когда возникают про-

блемы — трудности с FDA, несомненно, определяются как большая проблема. Но в данном случае я просто не поверил этим слухам, а акции медицинских компаний пользовались на рынке большим спросом, поэтому я сохранил у себя всю позицию. Это оказалось правильным решением, ибо DNKG не только оправилась, но и достигла новых максимумов, превысив к концу 1991 года уровень 60 долларов.

В данном случае ключом к зарабатыванию денег на акциях DNKG было правильное управление позицией. Некоторые решения по управлению портфелем являются инвестиционно ориентированными, а некоторые — торгово ориентированными. Это было торговое решение. Кроме того, я мог бы принять иное решение, если бы были иными другие факторы. Например, я мог бы продать всю позицию, если бы рынок не был силен, или если бы группа производителей медицинских продуктов слабела. Существует множество факторов, которые влияют на решения, и не существует универсальных правил принятия решений.

— Можете ли вы привести какие-нибудь еще пока зательные случаи?

— Другой интересной компанией была Blockbuster Entertainment (BV), управляющая пунктами видеопро ката и предоставляющая франшизу для них. В данном случае речь шла о расширении франшизы. Впервые я уз нал об этой компании из очень оптимистичного иссле довательского доклада, выпущенного одной техасской брокерской фирмой. Сначала я испытывал некоторый скептицизм в отношении оценки темпов роста доходов и прибылей. Но технические индикаторы улучшались, и концепция была невероятной. История была весьма до стоверной, потому что компания была основана Вэйном Хайзингой, уже доказавшим, что он является успешным предпринимателем. Он был одним из основателей и бывшим председателем Waste Management — еще од-

ной компании, чьи акции я купил вскоре после того, как компания стала публичной в начале 1970-х годов.

История Blockbuster стала нравиться мне еще больше, когда компания сделала объявление о своих прибылях в следующем квартале. Темпы роста были весьма впечатляющими, и это заставило меня поверить, что прогноз цены, от которого я раньше отмахнулся, был не только достижимым, но, возможно, даже консервативным. Я поручил одному из своих аналитиков разобраться в этой истории более подробно. Хайзинга планировал продолжить открытие собственных и франшизных пунктов видеопроката под именем Blockbuster. Я узнал, что это были довольно большие магазины, в которых предлагались тысячи видеокассет. Я подумал, что идея эта сработает, потому что продажи видеомагнитофонов продолжали расти весьма значительными темпами, а главными конкурентами Blockbuster являлись семейные пункты видеопроката, предлагавшие значительно меньший выбор видеокассет. В течение нескольких следующих месяцев мы продолжили увеличение нашей позиции по этой акции и сделали много денег, ибо цена ее выросла более чем вдвое.

— Во всех этих примерах дело выглядит так, что вы покупали акцию, и она тут же взлетала вверх. Не можете ли вы припомнить крупную выигрышную акцию, кото рая сначала пошла вниз после того, как вы ее купили?

— Летом 1984 года позвонил один мой приятель, брокер, и сказал: «У меня есть для тебя хорошая акция». «О'кей, какая?» — спросил я. «Это This Can't Be Yogurt (TCBY)», — ответил он. «Ну, не знаю, — сказал я. — Я не очень-то люблю йогурт». «Зря, — сказал он, — этот йо гурт действительно приятен на вкус. Давай-ка, я при шлю тебе проспект».

Он прислал мне не только проспект, но и образец продукции. Проспект выглядел очень интересно, показывая примерно 70-80-процентный рост прибыли, и, что даже

более важно, мне очень понравился вкус йогурта — совсем как мороженое. Когда компания превратилась в публичную, я купил большое количество ее акций по цене первичного размещения в 7 долларов. После того, как я купил эти акции, цена их упала до 4 долларов. В этот момент мне позвонил один из моих клиентов, усомнившийся в целесообразности сохранения нашей большой позиции по этой акции. Но рост прибыли компании был просто удивительным, и я сказал ему, что считаю, что эту акцию по-прежнему стоит покупать.

— И вы купили больше?

— Да, я действительно купил больше, но подождал сначала, пока цена акции не начнет чуть-чуть расти.

— А вы не знаете, почему цена акции пошла вниз?

— Я этого так и не понял. Возможно, рынок был на строен против акций с малой капитализацией, и TCBY просто потянуло вниз вместе с остальными членами этой группы.

— Что, в конце концов, случилось с этой акцией?

— В конечном счете она повысилась до 200 долларов.

— Что же послужило катализатором этого роста?

— Изменилась среда. Рынок начал ценить акции рос та. Так что отчасти дело было в компании, а отчасти — в окружающей среде. Есть такая поговорка: «Нельзя соб рать урожай зимой». Именно такова была обстановка вначале. На рынке компаний с малой капитализацией была зима. Рынок ими просто не интересовался, но ког да изменилось общее настроение, рынок обратил вни мание на замечательный рост прибыли этой компании, и акции ее начали расти.

— А были такие случаи, когда вы покупали много акций какой-то компании из-за хорошего роста ее при-

были, а цены акций падали и больше никогда не восстанавливались?

— Конечно, такое происходит сплошь и рядом. По жалуй, мы даже чаще покупаем проигрышные акции, чем выигрышные. Но мы умеем ограничивать убытки.

— Как вы решаете, когда фиксировать убыток?

— Когда изменяются фундаментальные параметры — например, происходит разочаровывающее падение при были. Кроме того, мы следим за поведением цены.

— А не может негативное поведение цены заставить вас отказаться от таких акций, как TCBY? Где вы про водите черту?

— Это делается не совсем механически, здесь есть элемент искусства. В конечном счете, нужно сопоста вить вашу веру в компанию с поведением ее цены.

— Таким образом, именно ваша уверенность в фун даментальных факторах TCBY была настолько силь ной, что заставила отбросить все остальное?

— Совершенно верно. В том случае дело было в моей уверенности в акции.

— На что в поведении цены вы обращаете внимание?

— Я смотрю на общее впечатление. Главное — это общее визуальное впечатление, а не то, пробивает или нет акция тот или иной уровень.

— Из этого я делаю вывод, что вы используете гра фики.

— Безусловно. Технический анализ жизненно необ ходим для успеха.

— А как давно вы используете графики?

— Примерно *25* лет. Это подтверждает, насколько полезными и надежными я их считаю. Они дают очень

неэмоциональное представление об акции на рынке, в иных отношениях эмоциональном.

— Всегда ли вы проверяете графики, прежде чем ку пить акцию?

— Безусловно. Я не буду покупать акцию, если она падает, даже если мне нравятся ее фундаментальные па раметры. Я должен увидеть в поведении цены некоторую стабильность, прежде чем куплю акцию. И наоборот, я могу воспользоваться графиком акции и как сигналом для продажи имеющихся у меня акций. Еще раз под черкну, что графики являются очень неэмоциональным способом рассмотрения поведения и потенциала акции.

— Будет ли справедливо сказать, что вы определяе те свои торговые идеи, основываясь на фундаменталь ном анализе, но выбираете время открытия позиций, используя технический анализ?

— Да, вероятно, вы правы. Однако нередко сигналом для покупки акции являются какие-то фундаменталь ные новости. Например, недавно я купил акции ком пании Dataram Corporation после опубликования очень положительного отчета о прибылях. Эта компания, про изводящая память для персональных компьютеров и рабочих станций, сообщила об увеличении квартальной прибыли с 0,32 до 0,75 доллара на одну акцию. Выруч ка выросла с 7 до 11 млн долларов. Акция, закрывшаяся в предыдущий день на уровне $26^3/_8$ доллара, после этой новости подскочила на 4 доллара вверх. Мы купили 25 тыс. акций по средней цене $30'/_4$ доллара.

— Размещаете ли вы лимитный ордер в ситуациях такого типа?

— Ни в коем случае! Мы не смогли бы ничего купить. Покупая эту акцию, я чувствовал себя очень спокойно даже после большого роста ее цены в тот день, пото му что финансовые результаты компании были очень

убедительными, да и рынок так или иначе склонялся в сторону акций технологических компаний. В конечном счете, мы приобрели почти 4% акций этой компании по средней цене 31½ доллара. Сейчас акции этой компании продаются по 58 долларов.

— Справедливо ли в принципе, что акции, пережи вающие огромное однодневное движение, имеют тен денцию продолжать двигаться в том же направлении в ближайшем будущем?

— Я не раз наблюдал такое в течение многих лет. Ес ли после важной новости происходит крупное движе ние, благоприятное или неблагоприятное, акция обыч но продолжает двигаться в том же направлении.

— Значит, обычно вы покупаете такую акцию, ни на что не обращая внимания?

— Да, хотя делать это нелегко.

— Всегда ли вы могли делать это?

— Потребовалось время, чтобы научиться.

— Должна ли акция быть сильнее общего рынка для того, чтобы вы ее купили?

— Вообще говоря, да. Я предпочитаю, чтобы по по казателю относительной силы акция попадала в число лидеров рынка — она должна быть лучше, чем 80-90% остальных акций.

— Раньше вы говорили, что часто покупаете акции с высокими коэффициентами P/E. Означает ли это, что вы считаете коэффициенты P/E несущественными?

— Коэффициент P/E может обладать статистической значимостью для широких групп акций, но для акций, которые покупаем мы, это не ключевой показатель. Ак ции с долгосрочным потенциалом высокого роста часто продаются с высокими коэффициентами, особенно если

это акции новых компаний. Коэффициент P/E на самом деле измеряет настроение инвесторов, которые быстро переходят от страха к жадности, и он важен только в своих крайних точках.

— Считаете ли вы, что есть преимущество в покупке акций, не имеющих широкой известности?

— Безусловно! Здесь больше шансов благодаря значительной неэффективности рынка. Как правило, чем больше известна акция, тем меньше возможностей она предоставляет.

— Каковы главные ошибочные представления, бытующие о фондовом рынке?

— Люди имеют тенденцию путать краткосрочную волатильность с долгосрочным риском. Чем длиннее период времени, тем меньше риск от владения акциями. Люди слишком много внимания обращают на краткосрочный период — изменение цены за неделю или месяц — и не уделяют достаточного внимания долгосрочному потенциалу. Они рассматривают все колебания цен как негативные, в то время как я считаю движения конструктивным элементом. Для многих инвесторов самым большим риском является недостаточно высокий уровень инвестиций в высокодоходные и более волатильные активы. По-моему, инвестиционные инструменты, которые дают наименьшую краткосрочную волатильность, часто содержат в себе наибольший долгосрочный риск. Без значительных движений цены вы не можете достичь большого выигрыша.

Есть одна парадигма рынка, с которой я не согласен: покупайте дешево и продавайте дорого. Я считаю, что гораздо больше денег делается при покупке дорого и продаже еще дороже. Это означает покупку акций, которые уже совершили хорошие движения вверх и имеют высокую относительную силу — т. е. акций, на которые есть спрос со стороны других инвесторов. Я

гораздо скорее вложу деньги в акцию, которая повышается в цене, и пойду на риск, что цена эта может понизиться, чем буду инвестировать в акцию, которая уже падает, и буду пытаться угадать, когда она развернется и начнет расти.

Наконец, еще одна большая ловушка, в которую попадаются люди, — это попытка угадывать оптимальное время для открытия и закрытия позиций. С января 1980 года рынок демонстрировал среднегодовую прибыль в 17% годовых (с учетом реинвестиции прибыли). Если за это время вы отсутствовали на рынке в течение 40 лучших дней, которые представляют лишь 2% всех торговых дней, то прибыль эта упала бы до менее чем 4%. Мораль: наказание за отсутствие на рынке в такие дни сурово — однако, учитывая человеческую природу, именно в эти дни большинство людей, скорее всего, не будет присутствовать на рынке.

— Каковы черты людей, добивающихся успеха в этом бизнесе?

— Это восприимчивые и гибкие люди. Они также го товы идти на риск, потому что верят в то, что делают.

— Насколько я понимаю, в вашей фирме есть не сколько человек, торгующих своими собственными небольшими фондами. Вы сами готовили этих людей?

— Да. Никто из них не имел предшествующего опы та в этом бизнесе до того, как мы их наняли. Всего таких людей трое, и дела у них у всех идут очень хорошо.

— Думаю, это означает, что вы верите в то, что ус пешной торговле можно научить.

— Торговле можно научить при условии, что чело век восприимчив. Я люблю говорить, что ум напоми нает парашют — от него польза только тогда, когда он открыт. Конечно, каждый человек все равно должен раз работать свою индивидуальную философию и перекро-

ить базовые торговые концепции под свою собственную индивидуальность.

— Как шли у вас дела во время краха в октябре 1987 года?

— Для нас это был очень тяжелый месяц. Small Cap Fund понизился на 34%. К счастью, фонд в начале октяб ря имел прибыль в 46%. Закончили мы год с убытком в 3%. Примерно за неделю до краха я почувствовал, что с рынком должно случится что-то очень нехорошее.

— Как вы это поняли?

— Покупка истощилась, на рынке ощущался страх. В связи с озабоченностью ростом риска от пребывания на рынке в четверг и пятницу накануне краха я напра вил значительную часть своего портфеля на продажу. К сожалению, я не смог ликвидировать столько акций, сколько хотел.

— Вы не смогли ликвидировать свою позицию из-за того, что общее настроение рынка было настолько плохим?

— Атмосфера была ужасной.

— Когда вы говорили о размещении ордеров в мо менты экстремальных движений цены, вы упоминали необходимость использования рыночных, а не лимит ных ордеров, которые в таких ситуациях, скорее всего, исполнены не будут. Если вы были так уверены в своей оценке, почему вы использовали в этом случае лимит ные, а не рыночные ордера?

— Мы пытались продать акции по рыночной цене. Однако многие из имевшихся у нас выпусков акций тор говались очень вяло, и тот объем, который мы хотели продать, оказался просто слишком большим по сравне нию с тем объемом, который обычно оборачивался на рынке. Например, были у нас акции одной компании,

которые обычно торговались по цене спроса 36 долларов и цене предложения 38 долларов. Но когда мы захотели продать всю нашу позицию в 30 тыс. акций по цене 34 доллара, на такой размер не нашлось спроса даже по цене значительно ниже рыночной.

— Когда начался понедельник 19 октября, вы знали, что это будет очень плохой день?

— Да, я знал, но не имел ни малейшего представления, до каких размеров это дойдет.

— В тот день вы по-прежнему пытались продавать акции?

— Кое-что нам удалось продать.

— Когда день подходил к концу, вы прекратили попытки продажи?

— Через некоторое время падение стало настолько велико, что не имело никакого смысла продавать, разве что, конечно, финансовый мир подошел бы к своему концу.

— Не могли бы вы описать свои чувства в тот день?

— Собственно, я был очень спокоен. Я чувствовал себя несколько отстраненно — как если бы я оценивал ситуацию со стороны. Я почти чувствовал, как смотрю со стороны на себя и на все, что происходит.

— После того, как дым 19 октября рассеялся, вы должны были понять, что только что за день потеряли одну треть своего состояния (Дрихаус держит почти все свои деньги в своих же собственных фондах). Что вы при этом чувствовали?

— Что нужно их вернуть! *(Громко смеется.)* Собственно говоря, в 1973—74 годах я потерял гораздо больше.

— Это помогло?

— Да, это помогло. Это показало мне, что можно вы жить в катастрофе таких масштабов. Я был уверен, что смогу вернуть все деньги, и был полон решимости сде лать это. Как говорил Ницше: «То, что меня не уничто жает, делает меня сильнее».

— У меня такое впечатление, что вы практически не страдаете от каких-либо связанных с рынком стрессов даже в таких экстремальных ситуациях, какая была во время краха в октябре 1987 года. Это потому, что вы ве рите, что все, в конце концов, к лучшему?

— Именно так я и считаю.

— Когда вы приобрели такую степень уверенности?

— Я с самого начала верил в свою инвестиционную философию, но приобрел настоящую уверенность, ког да использовал эту философию для управления фондом в A. G. Becker и показал результат, превышающий ре зультаты 99% всех рассматриваемых фондов. Казалось просто невероятным, насколько хорошо работает мой подход. С тех пор моя уверенность в этой торговой фи лософии ни разу не поколебалась.

— Вы были портфельным управляющим почти двадцать лет. Во время этого периода вы с завидной последовательностью превосходили среднеотраслевые показатели на большую величину. Что, по-вашему, яв ляется ключом к длительному успеху в течение столь долгого периода?

— Необходимым элементом является наличие стерж невой философии. Без стержневой философии вы не сможете удерживать свои позиции или придерживать ся торгового плана во время по-настоящему трудных периодов. Вы должны полностью понимать, глубоко верить и быть полностью преданным своей торговой философии. Для того, чтобы достичь такого состояния ума, вы должны провести много самостоятельных ис-

следований. Торговая философия — это нечто такое, что нельзя просто передать от одного человека другому, это нечто, что вы должны приобрести самостоятельно, потратив время и усилия.

— **Ваш совет напоследок?**

— Если очень постараться, то можно удивить самого себя.

В основе философии Дрихауса лежит идея о том, что цена следует за ростом прибыли компании, и что ключом к превосходным результатам на фондовом рынке является выбор компаний, обладающих наилучшим потенциальным ростом прибыли. Все остальное — вторично. Интересно, что акции компаний с высокими темпами роста, соответствующие критериям Дрихауса, нередко продаются при исключительно высоких коэффициентах P/E. Дрихаус утверждает, что так называемый благоразумный подход к покупке только тех акций, у которых P/E является средним или ниже среднего, автоматически вычеркивает многие наиболее результативные компании. Компании, которые интересуют Дрихауса, не привлекают внимания большинства аналитиков. Дрихаус считает, что это приводит к большей неэффективности рынка и в результате к более высоким возможностям получения прибыли.

Дрихаус отбирает акции, основываясь на фундаментальных факторах. Однако для подтверждения своего выбора и помощи в выборе времени покупки Дрихаус в значительной степени полагается на технический анализ. За редким исключением, Дрихаус прежде чем купить акцию хочет, чтобы ее цена росла, и чтобы она обладала высокой относительной силой (т. е. акция, результаты которой значительно выше, чем у рынка в целом). Эти технические характеристики означают, что когда Дрихаус покупает акцию, она нередко находится вблизи недавнего максимума. Он считает, что состояния

делаются с помощью наиболее сильных в фундаментальном и техническом отношениях акций, а не тех, которые можно купить по дешевке.

Большинство инвесторов вряд ли найдет в себе силы купить типичную акцию, входящую в портфель Дрихауса. Просто представьте себе брокера, излагающего ту же стратегию в телефонном разговоре. «Здравствуйте, мистер Смит! У меня для вас есть очень интересная акция». (Пауза) «Какой у нее коэффициент цена/прибыль? Ну, 60 к 1». (Пауза) «Как далеко она ушла от своего минимума? Ну, сейчас она делает новые максимумы. Мистер Смит? Алло? Мистер Смит?»

Метод Дрихауса дает еще один пример, подтверждающий принцип, заключающийся в том, что успешные стратеги часто требуют делать то, что большинство людей считает инстинктивно неудобным. И вполне естественно, что естественная наклонность большинства людей к удобным подходам (например, покупать акции, находящиеся вблизи своих минимумов, покупать акции с низким P/E) является одной из причин, по которым огромное количество инвесторов достигает таких плохих результатов.

Другим примером, в котором проявляется способность Дрихауса делать то, что кажется неприятным, но увеличивает прибыльность, является его готовность покупать акции, поднявшиеся после важной оптимистичной новости исключительно высоко. В таких ситуациях большинство инвесторов будут ждать реакции, которая никогда не произойдет, или, по меньшей мере, будут использовать лимитный ордер. Дрихаус понимает, что если новость достаточно важна, то единственная возможность купить акцию — это купить ее немедленно по цене предложения. Любой более осторожный подход приведет, скорее всего, к пропуску этого движения. Аналогичным образом Дрихаус готов немедленно ликвидировать позицию даже в тот день, когда происходит резкое однодневное падение, если считает, что отрица-

тельная новость изменила прогноз для этой акции. Его правило: делать то, что правильно, а не то, что удобно.

Другим важным моментом, который следует подчеркнуть, является то, что на долю небольшого числа очень выигрышных акций приходится основная часть замечательных результатов Дрихауса. Вам не нужно быть правым в большинстве случаев, но вы должны пользоваться ситуацией, когда вы правы. Для того чтобы достичь этого, требуются два важных элемента: открывать большую позицию, когда вы испытываете высокую степень уверенности (например Home Shopping Network была самой большой позицией Дрихауса), и держать такие позиции достаточно долго, чтобы реализовать большую часть потенциала. Последнее условие означает, что нужно избегать соблазна зафиксировать прибыль после того, как акция удвоится или даже утроится в цене, если фундаментальные и технические условия по-прежнему указывают на продолжение роста цен. Стальное терпение, необходимое для удерживания таких позиций до тех пор, пока они не созреют, является одним из атрибутов, отличающих магов рынка от менее опытных трейдеров. И хотя Дрихаус и Дракенмиллер используют весьма разные подходы, большие выигрышные сделки являются неотъемлемым элементом успеха каждого из них.

Пожалуй, самым важным советом Дрихауса является следующее: вы должны разработать свою собственную философию для того, чтобы преуспеть на рынке (на любом рынке). Тщательная разработка и скрупулезная проверка торговой философии нужны для выработки уверенности, необходимой для того, чтобы не сбиться с пути в трудные времена — а такие времена бывают у всех, даже у самых успешных трейдеров.

ДЖИЛ БЛЕЙК

МАСТЕР ПОСТОЯНСТВА

Джил Блейк *(Gil Blake)* называет свою компанию по управлению капиталом «Двадцать с плюсом» *(Twenty Plus)*. Это название вплетается в логотип на его визитных карточках и бланках компании, изображающий кривую распределения вероятностей различных уровней прибыли. На этой кривой прибыль величиной 20% находится в двух стандартных отклонениях слева от среднего значения. Пояснение для тех, кто не разбирается в статистике: согласно этой кривой, компания Блейка с вероятностью более 95% получает годовую прибыль не меньше, чем 20%. На кривой распределения вероятностей нет точки, соответствующей нулевой прибыли, не говоря уже об отрицательной прибыли — что говорит об огромной уверенности Блейка в собственных силах. Уверенность Блейка явно имеет право на существование. За двенадцать лет, прошедшие с тех пор, как он начал торговать, его среднегодовая прибыль составила 45%. Хотя это впечатляющая цифра, самым ярким элементом результатов Блейка является стабильность. Подтверждая свой логотип, он никогда не имел года с прибылью меньше 20%. Собственно говоря, его худшим результатом была прибыль в 24% в 1984 году. Но даже в этот неудачный год Блейк проявил последовательность — он зарабатывал деньги в каждом из двенад-

цати месяцев! Чтобы по-настоящему оценить стабильность результатов Блейка, вам нужно взглянуть на его ежемесячную прибыль. Целых 134 месяца (96%) из его 139-месячной карьеры были либо безубыточными, либо прибыльными. У него даже была полоса в 65 месяцев без единого убытка — результат, о котором большинству других трейдеров приходится только мечтать.

Уверенность Блейка в своем подходе выражается также в необычном формате его гонорара. Он берет со своих клиентов 25% от общей годовой прибыли, но — ив этом необычная часть — он также соглашается оплачивать 25% любых убытков и 100% убытков, понесенных новыми клиентами в течение первых двенадцати месяцев. Понятное дело, ему еще ни разу не пришлось выплачивать эти штрафы.

Теперь вы, вероятно, захотите узнать, куда посылать чек. Не торопитесь. Блейк прекратил набор новых клиентов пять лет назад. С тех пор он сделал только два исключения, и в обоих случаях для близких друзей.

Блейк торгует акциями взаимных фондов, пытаясь правильно выбирать время для покупок и продаж. Вообще говоря, инвесторы взаимных фондов пытаются увеличить прибыль путем перехода в фонды денежного рынка каждый раз, когда ждут падения фондового рынка. В случае Блейка, он не только все время переключается между отдельным взаимным фондом и фондом денежного рынка, но также принимает дополнительные решения о том, фонды каких секторов или групп секторов предоставляют в данный день наилучшие возможности. Блейк использует чисто технические модели для получения сигналов для своей оптимальной ежедневной инвестиционной стратегии. Как правило, он держит акции очень недолго, обычно в диапазоне от одного до четырех дней. Используя такую методологию, Блейк смог демонстрировать стабильные ежемесячные прибыли даже в те месяцы, когда сами фонды, в которые он инвестировал, регистрировали значительные убытки.

Блейк гордится тем, что является аутсайдером Уолл-стрит. Окончив Корнелльский университет, он прослужил три года морским офицером на атомной подводной лодке. Затем он поступил на экономический факультет университета Уортона и окончил его с отличием. После экономического факультета Блейк три года работал бухгалтером в Price Waterhouse и девять лет главным финансовым специалистом в Fairf ield Optical. За все это время он ни разу серьезно не задумывался о торговле. Все это время он верил в справедливость теории случайного блуждания, которую с таким трудом усваивал в университете (эта теория гласит, что попытка преуспеть на рынках является безнадежным предприятием).

Жизнь Блейка изменилась, когда он однажды зашел в офис своего приятеля, и ему показали некоторые факты, свидетельствующие о неслучайном поведении рынка. Он решил доказать, что видимая неслучайность этих фактов — лишь плод воображения его друга. Однако, проводя исследования, имевшие целью доказать эту точку зрения, он напротив убедился в том, что на рынках присутствует немалая доля неслучайного поведения, дающего невероятные возможности получения прибыли. Так вот через 15 лет после окончания колледжа Джил Блейк стал трейдером.

Рождаются трейдерами или становятся? В случае Блейка некоторое представление дает следующая записка от его школьного учителя, которую с гордостью хранит его мать: *«Его лепка, рисунки и работы по дереву обнаруживают удивительно методичную точность. Ему нравится работать с маленькими вещами, и он доводит их до совершенства. Все, что он делает, состоит из множества маленьких деталей, а не из одной большой неопределенной формы, что более характерно для ребенка его возраста. Он очень интересуется числами, легко запоминает их и демонстрирует настоящий талант в отношении математики».*

Я проинтервьюировал Блейка в его пригородном доме в Массачусетсе во второй половине дня в субботу во время пика осеннего сезона. Я приехал туда вскоре после обеда. Предусмотрительно решив, что я, возможно, не ел, он приготовил мне бутерброды. Я нашел Блейка очень скромным и непритязательным человеком. Он был по-настоящему тронут тем, что я считаю его достаточно значимым, чтобы включить в книгу о лучших трейдерах. С точки зрения соотношения прибыли к риску найдется мало равных Блейку, если таковые вообще имеются, но по его поведению этого не скажешь.

— Вы стали спекулировать акциями взаимных фондов задолго до того, как это вошло в моду. Что побудило вас к этому?

— Ну, собственно, я этим обязан своему другу. Я помню тот день так, как если бы это было вчера. Я вошел в кабинет своего коллеги, и он сказал: «Эй, Джил, взгляни-ка на эти числа». Он инвестировал в фонд муниципальных облигаций с тем, чтобы воспользоваться высокими в то время процентными ставками, составлявшими порядка 10—11% и не облагавшимися налогом. Хотя он и получал высокий процентный доход, он заметил, что его общая прибыль быстро снижалась из-за постепенного уменьшения чистой стоимости активов *(net asset value, NAV).*

Он передал мне лист с числами примерно за месяц, и я заметил существование весьма постоянного тренда: NAV снижалась в течение приблизительно 22 дней подряд. Он сказал: «Fidelity позволяет в любое время переходить в фонд денежного рынка, причем бесплатно. Почему же я не могу просто переходить из облигационного фонда в деньги, когда фонд начинает понижаться, и затем обратно, когда фонд снова начинает расти?»

Я ответил на это так: «Ник, не думаю, что рынки работают таким образом. Ты разве не читал книгу «Случайное блуждание по Уолл-стрит» *(A Random Walk Down*

Wall Street)?» И я высмеял его идею. Я сказал: «Беда в том, что у тебя нет достаточного количества данных. Собери побольше данных, и, я уверен, ты поймешь, что в длительной перспективе так деньги делать невозможно».

Он собрал больше данных, и, удивительное дело, последовательность трендов, похоже, не изменилась. Я быстро убедился в том, что в поведении фондов муниципальных облигаций определенно есть что-то неслучайное.

— Как вы воспользовались этой неслучайностью?

— Наилучшим оказался самый простой подход. Мы назвали его правилом «одного пенни». Используя дан ные за два года, которые нам удалось получить, мы на шли, что существовала приблизительно 83-процентная вероятность того, что за любым восходящим или нис ходящим днем следует день, когда цена движется в том же направлении. Весной 1980 года, исходя из этого со ображения, я начал торговать фондом муниципальных облигаций Fidelity на свой счет.

— И это сработало?

— Да, это сработало исключительно хорошо.

— В это почти невозможно поверить. Я знаю, что на рынке облигаций переключение позиции каждый раз, когда дневная цена изменяет свое направление на про тивоположное, является разорительной стратегией.

— Возможно и такое. Однако вы должны помнить два аспекта. Первый: при выходе из фонда и входе в фонд не было никаких операционных издержек. Второй: сущес твовал, похоже, какой-то процесс сглаживания значе ний NAV фонда муниципальных облигаций. Например, примерно в начале 1981 года был трехмесячный период, когда на графике NAV не было ни одного восходящего тика — все дни были или без изменений, или с пониже нием, — хотя в то же время облигации, очевидно, имели

некоторые дни с повышением. Такое поведение цены было характерно почти для всех фондов муниципальных облигаций.

— Чем вы можете это объяснить?

— Я не знаю. Может быть, кто-нибудь когда-нибудь сможет это объяснить.

— Конечно, вы не можете напрямую получать при быль во время периодов снижения, поскольку вы, бес спорно, не можете открывать короткую позицию по фонду.

— Совершенно верно. Во время этих периодов мы переходим в денежную позицию.

— С учетом того, что вы могли иметь только длин ную или нейтральную позицию, а рынок облигаций падал, могли ли вы все равно делать прибыль?

— Когда я начал в марте 1980 года, NAV фонда со ставляла приблизительно 10,5 доллара. До конца 1981 года NAV последовательно уменьшалась, дойдя до уров ня 5,65 доллара — т. е. падение составило почти 50%. Тем не менее, используя указанный выше метод, я смог достичь прибыли более 20% в год, не считая процент ного дохода, который составил дополнительные 10%. Шансы казались настолько благоприятными, что я на чал серьезно подумывать о том, чтобы привлечь в тор говлю больше средств. В результате за три года мне уда лось получить четыре кредита под залог недвижимости, что я смог сделать благодаря тому, что цены на жилье на северо-востоке росли очень быстро.

— А вы не боялись этого делать?

— Нет, потому что обстоятельства были очень благо приятны. Конечно, мне пришлось бороться с общепри нятыми представлениями. Если вы говорите кому-то, что берете кредит под залог дома, чтобы поторговать на эти

деньги, реакция вряд ли будет в вашу пользу. Через некоторое время я просто перестал упоминать об этой детали.

— Если для того, чтобы получить сигнал, вам требуется всего однодневное изменение в направлении NAV, **дело выглядит так, что вам приходится переключаться в течение года бесчисленное количество раз.**

— Собственно говоря, дело свелось лишь к 20-30 разам за год, потому что тренды были очень последовательными.

— А разве нет никакого ограничения на число переходов из фонда в фонд? Даже 20-30 раз за год кажется большой цифрой.

— Руководящим принципом Fidelity является четыре перехода за год, но они не навязывают это правило. Я даже поговорил с ними о таком чрезмерном переключении, и они сказали: «Просто не нарушайте это правило слишком часто». Я спросил: «А что, если я буду делать двадцать или тридцать сделок в год?» В ответ я услышал: «Ну, просто не рассказывайте об этом слишком многим». У меня сложилось впечатление, что это правило было введено там скорее как мера предосторожности, но они не придавали ему особого значения — по крайней мере, в начале.

По мере того, как протекали годы, я время от времени получал письмо от Fidelity со словами: «Мы обратили внимание, что вы переключаетесь более четырех раз в год, и надеемся, что вы будете соблюдать наши руководящие принципы».

— И вы просто игнорировали эти письма?

— Нет. Я, скажем, использовал для четырех сделок фонд муниципальных облигаций, затем для четырех сделок — фонд высокодоходных муниципальных облигаций, затем для четырех сделок — фонд среднесрочных муниципальных облигаций и т. д.

— Таким образом, технически вы соблюдали прави ло четырех сделок в год, вы просто переключались на другие фонды.

— Совершенно верно.

— Насколько я понимаю, сегодня NAV **должна из менять направление гораздо чаще?**

— Верно. Следующий шаг в моем развитии как трей дера наступил, когда эта закономерность начала исче зать — как, впрочем, это случается с большинством по добных вещей.

— То есть вероятность изменения цены в том же направлении, что и в предыдущий день, стала умень шаться?

— До некоторой степени, но, что более важно, ста ла исчезать высокая волатильность. В период с 1979 до начала 1984 года волатильность у этих фондов состав ляла в среднем приблизительно от одной четвертой до половины процента в день. Однако потом дневная во латильность упала до всего лишь примерно одной-двух десятых процента. Кроме того, постоянство ценовых трендов (то есть вероятность движения в направлении предыдущего дня) упало с 80% до менее 70%.

— Что произошло, когда надежность продолжения тренда и волатильность фондов облигаций начали быстро уменьшаться? Сохранилась ли прибыльность этого метода?

— Да, но потенциальная годовая прибыль фондов му ниципальных облигаций стала составлять примерно 20%.

— И этого было недостаточно?

— Я хотел найти что-то получше. Я думал, что если смог найти прибыльные неэффективности на рынке фондов муниципальных облигаций, вполне допустимо, что подобные возможности можно было найти на рынке

фондов акций. С осени 1984 года до весны 1985 я практически жил в местной библиотеке, извлекая из машины для просмотра микрофильмов многолетние данные по сотням взаимных фондов. Я искал еще одну иголку в стоге сена.

Я нашел, что в фондах акций встречались пригодные для торговли закономерности, но перспектива получения прибыли составляла лишь 20-25% в год. Даже при более высокой волатильности постоянства трендов цены на уровне порядка 60% просто не было достаточно. Во время этих исследований я игнорировал секторные фонды Fidelity, потому что они брали за каждый переход по 50 долларов. Я не видел причины платить этот сбор, когда было столь много фондов, позволявших осуществлять переход из фонда в фонд бесплатно.

Открытию способствовали две идеи. Во-первых, я обнаружил, что фонды биржевых товаров (таких, как золото или нефть), работали лучше, чем фонды с более широкой базой. Во-вторых, в другом исследовании я нашел, что индексы технологических, нефтяных компаний и компаний коммунального обслуживания изменялись значительно менее хаотично, чем индексы общего рынка. Я вновь вернулся к изучению секторных фондов и был поражен тем, что обнаружил. Я просто не мог поверить, что игнорировал секторы во время своих более ранних исследований. Я их почти упустил.

— Что же вы нашли?

— Вообще говоря, я нашел, что изменение цены боль шее, чем среднедневное изменение цены в данном секто ре, давало на следующий день вероятность продолжения движения в том же направлении где-то между 70 и 82 процентами. Это открытие было в высшей степени вол нующим из-за волатильности этих секторов. Например, группа биотехнологических компаний колебалась в сред нем на 0,8% в день, а сектор золота — в среднем на 1,2% в день. Сравните это с волатильностью фондов муници-

пальных облигаций, которая в то время уменьшилась до жалких 0,1-0,2%. Таким образом, я мог применить те же шансы на выигрыш к рынкам, которые предлагали потенциал прибыли более чем в пять раз больше.

И последним приятным фактом было то, что секторные фонды допускали неограниченное число переходов в год, в отличие от применявшегося в большинстве других фондов лимита на четыре перехода. Вы могли переключаться хоть сто раз в год, если согласны были платить за каждую операцию сбор по 50 долларов.

— Почему, по вашему мнению, секторы оказались такими подходящими для торговли?

— Это мой любимый вопрос. Не просто потому, что я думаю, что знаю ответ, но и потому, что я пока не встре чал математического объяснения в других источниках.

Исследуя поведение цен отдельных акций, я обнаружил, что значительные изменения дневной цены имеют примерно 55-процентную вероятность продолжения движения в том же направлении на следующий день. После учета комиссионных и спрэдов между ценами покупки и продажи это не дает достаточного вероятностного преимущества для успешной торговли.

А теперь в качестве аналогии предположим, что у вас есть кучка монет, и каждая из них имеет 55-процентную вероятность упасть орлом вверх. Если вы подбросите одну монету, то вероятность выпадения орла составляет 55%. Если вы подбросите 9 монет, вероятность получения больше орлов, чем решек, увеличивается до 62%. А если вы подбросите 99 монет, то вероятность получения большего числа орлов, чем решек, возрастает до примерно 75%. Это свойство биномиального распределения вероятности.

Аналогичным образом предположим, что у вас 99 акций химических компаний, которые в среднем повышаются на 1-2% в день, в то время как общий рынок не меняется. На очень коротких временных интервалах эта гомогенная

группа акций начинает вести себя как стая рыб. В то время как шансы роста акций одной химической компании завтра могут составлять 55%, шансы повышения всей группы химических компаний гораздо ближе к 75%.

— Я полагаю, что эта модель не распространяется на широкий фондовый рынок. Иными словами, как только вы выходите за пределы данного сектора, включение большого числа акций может только снижать вероятность того, что на следующий день индекс продолжит свой тренд.

— Ключевым ингредиентом здесь является то, чтобы акции, составляющие индексы или сектор, были однородными. Например, фонд досуга Fidelity, бывший в то время наименее однородным сектором и включавший такие разные компании, как Budweiser, Pan Am и Holiday Inn, был также наименее стабильным из всех секторов. И наоборот, ссудно-сберегательные и биотехнологические фонды, бывшие более однородными, демонстрировали более стабильные тренды.

— Как вы предсказывали направление изменений дневной цены секторных фондов для того, чтобы ввести ордер на переключение в денежный рынок? Или же вы просто вводили ордер с опозданием на один день?

— Я обнаружил, что могу использовать выборку из 10-20 акций каждого сектора и получать очень хорошее представление о том, где в тот день закроется сектор. Это наблюдение позволяло мне опережать сигнал на один день, что оказалось критически важным, ибо мои исследования продемонстрировали, что средняя длительность такой сделки составляет всего лишь 2-3 дня, причем примерно 50% прибыли приходится на первый день.

— Как вы выбирали акции для выборки?

— Сначала я использовал акции Fidelity для этого сектора, указываемые в их квартальных отчетах.

— Полагаю, что состав этих акций в секторе менялся недостаточно часто для того, чтобы служить адекватной оценкой.

— Собственно говоря, впоследствии оказалось, что эта процедура не так важна, как я думал. Можно использовать выборку, состоящую из пятнадцати акций, которые Fidelity имела в данном секторе, и это дает очень хорошую оценку для данного сектора. С другой стороны, я мог также использовать выборку пятнадцати акций этого сектора, не входящих в портфель Fidelity, и это все равно давало мне очень хорошее представление. До тех пор, пока число акций в моей выборке было достаточно большим относительно общего числа акций данного сектора, особой разницы не было.

— Какой процент своего счета вы использовали каждый день?

— 100 процентов.

— В какое количество разных секторов вы могли инвестировать каждый данный день?

— Я торговал одним сектором за раз.

— Вы не подумывали о диверсификации капитала путем торговли различными секторами в одно и то же время?

— Я не большой поклонник диверсификации. Я бы ответил на этот вопрос так: вы можете очень хорошо диверсифицироваться, просто проводя в течение года достаточное число сделок. Если в 70% случаев шансы складываются в вашу пользу, и вы проводите 50 сделок, то очень трудно свести год с убытком.

— Как вы выбирали сектор для инвестирования в каждый данный день?

— Представьте себе доску с мигающими лампочками, по одной для каждого сектора, причем красный свет

указывает, что нужно ликвидировать или избегать, а зеленый — что нужно покупать или держать. Я ранжирую секторы на основе комбинации волатильности цены и стабильности трендов. Естественно, я выбираю самую яркую зеленую лампочку, а когда зеленый свет, в конечном счете, меняется на красный, я ищу другой сектор с ярким зеленым светом. Очень часто, однако, все сектора одновременно светятся красным светом.

— И если горит только красный, вы переходите в де нежный рынок?

— Правильно, но каждый день мне нужна всего лишь одна зеленая лампочка, чтобы открыть позицию.

— Когда вы стали набирать клиентов?

— Большинство моих сегодняшних клиентов начали работать со мной, когда я еще торговал фондами муници пальных облигаций. Я пригласил первого клиента в 1982 году. Мне казалось бессмысленным занимать под 15% у Фила Ризутто в The Money Store, когда я мог управлять 100 тыс. долларов клиентских денег, беря на себя 25% прибы ли и убытков и фактически занимая 25 тыс. долларов бес платно. Поэтому-то я и решил открыть свое предприятие. Но я, однако, не стал погашать второй кредит, потому что хотел использовать для торговли и те деньги. Мне казалось неразумным погашать кредит, по которому я платил 15%, когда я делал на этих деньгах от 35 до 40%.

— А как вы привлекали клиентов?

— Все открытые мною счета принадлежали либо друзьям, либо соседям. Например вечером я приглашал соседа выпить пивка и говорил: «Я уже пару лет этим занимаюсь и хотел бы, чтобы ты взглянул на это дело». Некоторые люди вообще не проявляли никакого инте реса, а другие интересовались.

Интересно, насколько различными оказываются люди, когда дело доходит до денег. Некоторые вообще ничего не

проверяют и сразу же отдают вам свои деньги. Другие даже и помыслить не могут, чтобы дать вам десятку, неважно, что вы им покажете. Наконец, есть и такие, которые все перепроверяют и задают вам правильные вопросы прежде, чем инвестировать деньги. Все люди относятся к одной из этих трех категорий.

— К какой из этих категорий обычно относятся ваши клиенты? Очевидно, что одна категория отпадает автоматически.

— Большинство моих клиентов люди думающие, и это мне нравится. Они задают правильные вопросы. Они говорят мне о своем отношении к риску.

— Насколько велики эти счета?

— Они варьировались от 10 до 100 тыс. долларов.

— Какую структуру гонораров вы использовали?

— Я брал 25% с прироста капитала. Однако я гарантировал, что возьму на себя также 25% любого убытка. Я также уверял каждого инвестора, что покрою 100% убытков по его счету в течение первых двенадцати месяцев.

— Т. е. в случае выигрыша вы получаете в четыре раза меньше, чем теряете в случае проигрыша. Вы должны быть чрезвычайно уверены в себе, чтобы предлагать такую гарантию.

— Я был уверен в вероятности выигрыша после 50 сделок в год.

— Как долго вы предлагали 100-процентную гарантию по убыткам первого года?

— Я по-прежнему сохраняю это предложение, но за последние пять лет принял всего двух новых клиентов.

— С учетом ваших результатов, я полагаю, это означает, что вы больше не открываете новых счетов.

— Я прекратил открытие новых счетов пять лет на зад. Я сделал исключение в этих двух случаях, потому что речь шла об очень близких друзьях.

— Почему вы прекратили прием новых клиентов? Вы что, почувствовали, что существуют некоторые ог раничения по сумме денег, которой вы можете управ лять без отрицательного влияния на результаты?

— Дело не в ограниченности количества денег, с ко торым я могу справляться, а скорее в ограничении на то, сколько денег могут принимать фонды, которыми я торгую. Я очень чувствительно отношусь к любому потенциальному влиянию, которое могу оказывать на управляющего фондом или на других акционеров, не столь активно торгующих, как я. Я предпочитаю огра ничивать сумму перемещаемых денег лишь парой мил лионов долларов в фонде, состоящем из нескольких сотен миллионов, так, чтобы влияние мое было мини мальным. Кроме того, я заметил, что когда размещаю свои ордера, мне часто говорят: «Вы выходите? Сегодня мы получаем большинство звонков от людей, которые покупают».

— О чем вам это говорит?

— Это говорит мне, что я веду себя прямо противо положно большинству денег, которые вливаются в фон ды и выходят из них, следовательно, влияние моих дейс твий невелико. Мне также говорили сотрудники фон дов, что большинство людей, занимающихся частым перенесением своих средств, в конце концов, достигают худших результатов, чем если бы они вообще ничего не трогали.

— Значит, вы решили ограничиться определенной суммой, чтобы не раскачивать лодку?

— Самым важным фактором здесь является мой риск. То, что я беру на себя *25%* и прибылей, и убытков,

является точным эквивалентом левериджа. Но я сначала не понимал до конца психологической важности поддержания стабильного соотношения между деньгами клиентов и моим собственным капиталом. Я предпочитаю, чтобы это соотношение (или леверидж) с течением времени уменьшалось.

— Вам когда-нибудь приходилось торговать средс твами, превышающими ваш уровень комфорта?

— В 1986 году я очень быстро набирал новые деньги. И вдруг я обнаружил, что все чаще открываю позиции в размере 50% от суммы денежных средств в моем уп равлении. Например, загорается зеленый свет, а торгую только 200 тыс. долларов, тогда как общий счет равен 400 тыс. Я думал, бывало: «Завтра мне будет гораздо спокойнее иметь позицию только в 200 тыс. долларов». Скоро я понял, что в результате своей осторожности я наполовину уменьшаю прибыль клиентов. И я решил, что лучшим подходом будет иметь меньше клиентов, но торговать их капиталом полностью.

Когда я впервые уменьшил процентную долю счета, которой торговал, я не понимал мотивов своих действий. Задним числом я понял, что чувствовал себя неуютно с таким уровнем риска. Дело было не просто в том, выиграю я или проиграю на следующий день, но также в том, как я себя буду чувствовать до тех пор, пока не будет вынесен вердикт. И я выработал процедуру определения, как я буду себя чувствовать в зависимости от того, что произойдет на следующий день.

— Как выглядит эта процедура?

— Мой подход состоит в противодействии убыткам еще до того, как они происходят. Я репетирую процесс проигрыша. Каждый раз, когда я открываю позицию, я стараюсь представить себе, во что она превратится в слу чае наихудшего сценария. Таким образом, я минимизи рую свою растерянность и смущение, если такая ситуа-

ция действительно произойдет. На мой взгляд, убытки являются очень важной частью торговли. Когда случается убыток, я считаю, что следует его приветствовать.

— Почему?

— Приветствуя убыток, причем я имею в виду на стоящие чувства, я стремлюсь достичь меньшего страха перед потенциальным убытком в следующий раз. Если я не смогу преодолеть связанные с убытком эмоции в течение 24-х часов, значит, я торгую слишком боль шой позицией или делаю что-то неправильно. Кроме того, процесс репетирования потенциальных убытков и принятия реальных убытков помогает мне потихонь ку адаптироваться к повышению уровня риска. Сумма денег, которыми я управляю, растет на 15-20% в год, а это означает, что с такой же скоростью увеличивается денежный риск, на который я иду. Лучше всего я могу справиться с этой реальностью, стремясь прочувство вать риск на каждом уровне.

— Как получается, что управляемая вами сумма растет лишь на 15-20% **в год, в то время как норма при были у вас более чем вдвое превышает эту величину?**

— Еще 2—3 года назад рост величины активов в уп равлении в среднем составлял 50%, но недавно я попы тался ограничить его. Помогает несколько то, что те перь каждый год клиентами снимается больше денег на выплату моих комиссий, подоходных налогов и оплату других счетов. Кроме того, я поощряю уменьшение чис ла счетов, и я попросил нескольких клиентов, имевших много счетов, закрыть один.

— Есть ли какие-нибудь клиенты, от которых вы из бавились полностью?

— Одним из моих клиентов стал человек, которого я не знал лично. Он открыл у меня счет по рекомен дации другого клиента. Деньги, которые он инвести-

ровал, были наследством, полученным его женой, и он очень нервничал по поводу этого счета. Худшей ситуации для начала и представить себе нельзя. Была осень 1985 года, и я провел две ужасных убыточных сделки в секторе здравоохранения. Я открыл первую сделку в тот день, когда промышленно развитые страны объявили о плане по ослаблению доллара. Доллар рухнул, и акции фармацевтических компаний взлетели вверх. На следующий день все заговорили, что план этот не сработает, доллар восстановился, фармацевтические акции рухнули, и я вылетел с рынка с большим убытком. Всего лишь через неделю я снова обратился к сектору здравоохранения. На следующий день Hospital Corporation of America сообщила об удивительно плохой прибыли, и этот сектор снова очень сильно пострадал.

— Какой ущерб нанесли эти сделки?

— Примерно 2-3% каждая. Короче говоря, клиент этот очень нервничал из-за своей инвестиции. Его счет уменьшился с 70 тыс. долларов до примерно 67 тыс. Я сказал ему: «Не волнуйтесь, я покрою 100% ваших убытков». Я пошел в банк и послал ему чек на 3 тыс. долларов. Я сказал: «Если в течение двух недель мы по теряем 3 тыс. долларов, я пошлю вам другой чек. Просто подержите у себя этот чек, он не хуже денег».

— Обычно вы ведь не подводите баланс до конца года, правильно?

— Все верно, но этот парень так нервничал, что я хо тел, чтобы у него всегда были его 70 тыс. долларов. При мерно через месяц его счет уже значительно перерос 70 тыс. Должен признать, я поинтересовался, обналичил ли он этот чек, и оказалось, что да. Через год или два, когда я сокращал число клиентов, он был первым кандидатом на выбывание, потому что его действия указывали на отсутствие доверия.

— Как вы думаете, почему Fidelity перешла от поли тики фактического поощрения переключений между ее секторными фондами к введению настолько жесто ких ограничений, что активное переключение стало практически невозможным?

— Я думаю, они решили, что прибыль, получаемая некоторыми таймерами рынка, уходит из карманов их акционеров. Должен признать, однако, что прибыль эта создается в основном неудачливыми таймерами рынка.

Примером отношения Fidelity к таймингу рынка была их реакция на статью в Wall Street Journal в начале 1989 года, в которой упоминались мои достижения и то, что я торговал секторными фондами Fidelity. Через два дня после появления статьи я позвонил, чтобы разместить ордер, и мне сказали: «Мне очень жаль, мистер Блейк, но лимит для часовых инвестиций в сектор энергетических компаний был понижен до 100 тыс. долларов» (ранее существовал лимит в размере 1% активов фонда, т. е. примерно 500 тыс. долларов). Я подозреваю, что они проверили и нашли, что энергетические компании были сектором, которым я торговал исключительно для полудюжины клиентов, и что я добился там очень неплохих результатов.

— Почему вы использовали этот фонд более ак тивно?

— Потому что энергетические компании имели на иболее надежную закономерность из всех, что мне уда валось когда-либо найти. Примерно через год после того, как в 1986 году Fidelity ввела в секторных фондах почасовое ценообразование, я обнаружил, что энерге тические компании имели исключительно сильную тен денцию торговаться в начале дня вблизи своих дневных минимумов. Когда я впервые проанализировал часовые данные, я нашел, что существовала 90-95-процентная вероятность получения прибыли путем простой покуп ки акций этого фонда для различных клиентов в 10, 11 и 12 часов, а затем продажи на закрытии. Весьма заме-

чательно, что эта исключительно высокая вероятность сохранялась в течение того одного года или двух лет, что я торговал этим фондом.

— Удивительно, что такая простая закономерность смогла продержаться с таким постоянством. Существу ет ли она сегодня?

— Возможно, но теперь она представляет малую цен ность. В ноябре 1989 года Fidelity начала взимать сбор в размере 0,75% со сделок, длящихся менее 30 дней.

— Полагаю, что управление фондами занимает лишь небольшую часть вашего дня.

— Крошечную часть. Большую часть дня я провожу, исследуя новые методы.

— Вы находите новые стратегии, которые лучше тех, что вы используете, и соответственно изменяете свой подход?

— Да, постоянно.

— Вероятно, коль скоро вы не можете использовать все сразу, у вас, должно быть, существует в запасе мно жество жизнеспособных методов, которые вы пока не используете.

— Совершенно верно.

— Следуете ли вы торговым сигналам без исключе ния? Или же иногда отходите от чисто механического подхода?

— Для меня очень важно сохранять лояльность сис теме. Если я этого не делаю, что время от времени про исходит, тогда вне зависимости от того, выиграл я или проиграл, я совершаю ошибку. Обычно я помню такие случаи годами.

Однако сомнение в сделке не является нелояльным. Иногда, опираясь на предыдущий опыт, я вижу, что

сделка выглядит неправильно. Если я могу провести необходимые исследования до закрытия и результаты того требуют, я вношу в правила постоянное изменение.

— Насколько важны результаты фондов, которые вы используете, для ваших общих результатов?

— Они не так уж важны, как вы можете подумать. Разница между торговлей фондом, который вырастает на 20% в год, и фондом, который теряет 20% в год, удивительно мала. Например, если фонд имеет среднедневную волатильность 1%, годовая прибыль в 20% просто означает, что приблизительно в 54% дней он повышается, а в 46% дней понижается, и наоборот для фонда, который теряет 20% (если исходить из того, что в году 250 торговых дней и среднедневное изменение цены равно 1%, чистая прибыль в размере 20% годовых будет означать 135 дней с повышением и 115 дней с понижением, а 135 составляет 54% от 250). Для моих стратегий разница между торговлей фондом, который повышается в 54% случаев, и фондом, который повышается в 46% случаев, не так уж важна.

— Есть ли какие-то сделки, запомнившиеся вам в особенности?

— Когда я только начинал, был один день, когда я забыл позвонить и узнать цену закрытия. Я знал, что день был очень хороший, но не знал, до какой степени. Посреди ночи я проснулся и вспомнил, что не проверил цену закрытия. Я позвонил и узнал, что в тот день был огромный рост — вдвое больше, чем я ожидал. Думаю, я сделал несколько тысяч долларов. Не забывайте, что это было давно, тогда, когда я только начинал. Я был так взволнован, что не мог спать. Я чувствовал себя как маленький мальчик на Рождество. Я всегда буду помнить это чувство.

— Есть ли какие-то другие сделки, выдающиеся по той или иной причине?

— 7 июля 1986 года фондовый рынок упал на 64 пункта (по тем временам, я думаю, это был рекорд). Я знал в то утро, что на закрытии выйду из всех своих позиций, однако, поскольку это было до того, как стало возможно почасовое переключение, до этого я ничего не мог поделать. После обеда у меня был урок по виндсерфингу. Я думал, что смогу вернуться задолго до четырех часов, чтобы позвонить и ликвидировать свои позиции. К сожалению, я не достиг достаточных успехов в этом виде спорта, и меня отнесло на другую сторону озера. Я знал, что время убегает, и греб обратно изо всех сил, чтобы успеть до закрытия. Но я не успел, и это дорого мне обошлось.

— Приходят ли вам на ум какие-то другие сделки?

— В августе 1987 года я открыл позицию в фонде, инвестирующем в золото. Через день после того, как я открыл сделку, фонд упал, подав мне красный сигнал, но я остался.

— Почему вы остались?

— Честно говоря, я не помню. Короче говоря, на следующий день цена золота упала очень сильно, и прямо в глаза мне начал бить зеленый свет в технологическом секторе. Я помню, как трудно мне было закрывать позиции всех своих клиентов в золотом секторе с большим убытком — с убытком, которого, как я знал, я не должен был иметь вообще — и немедленно снова подвергнуть их риску в технологическом фонде, который уже успел резко повыситься. Думаю, что трудность, которую я ощущал, была вызвана тем, что я нарушил правила. Как оказалось, последующий выигрыш в технологическом секторе более чем покрыл убытки по золоту.

— Таким образом, в конце концов вы последовали своей системе?

— Да, но я почти нарушил ее. Из этого я вынес урок: если вы хотя бы раз нарушаете дисциплину, еле-

дующее нарушение становится сделать гораздо легче. Подходящей аналогией является нарушение диеты — сделайте это раз, и сделать следующее исключение станет легче.

— Изменились ли рынки за последние десятиле тия?

— В микроскопическом смысле — да, в макроско пическом — нет. Меняются возможности, меняются стратегии, но люди и психология не меняются. Если не работает система следования за трендом, работает что-нибудь еще. Всегда кто-то теряет деньги и всегда кто-то выигрывает их.

— Каковы, по вашему мнению, крупнейшие мифы рынков?

— Преобладающий на Уолл-стрит миф, что никто не может год за годом последовательно превосходить ры нок, получая стабильную прибыль в 20-30% годовых. С другой стороны, брокеры стараются заставить вас по верить, что это может сделать любой. И то, и другое не правда.

— Почему трейдеры несут убытки?

— Прежде всего, большинство трейдеров не име ет выигрышной стратегии. Во-вторых, многие из тех трейдеров, у которых есть такая стратегия, ей не следу ют. Торговля оказывает огромное давление на слабости людей и старается найти у каждого человека его ахил лесову пяту.

— Что делает человека хорошим трейдером?

— Критически важным элементом является незави симый склад ума. Важно также иметь правильное соче тание артистичной и научной сторон. Вам нужна артис тичная сторона, чтобы воображать, открывать и созда вать торговые стратегии. Вам нужна научная сторона

для претворения этих идей в твердые торговые правила и исполнения этих правил.

— Могут ли люди преуспеть, используя покупные системы?

— Я считаю, что системы более полезны для своих авторов, чем для кого-либо еще. Важно, чтобы подход носил личный характер, в противном случае у вас не бу дет уверенности для того, чтобы следовать ему. Мало вероятно, чтобы чей-то подход соответствовал вашему собственному характеру. Вероятно также, что люди, ко торые становятся успешными трейдерами, не использу ют чужие подходы, а преуспевающие трейдеры не про дают свои системы.

— Что бы вы ответили Бертону Молкилу (автору книги A Random Walk Down Wall Street)?

— Ну, я скорее согласен, чем не согласен с ним. Рынки действительно в большинстве своем хаотичны, и боль шинство людей не могут превзойти рынок. Каждый из сотни управляющих капиталом считает, что может пос тоянно превосходить рынок. Я же думаю, что это число значительно ближе к нулю, чем к сотне. Торговля, веро ятно, в большей степени является искусством, чем хочет верить большинство людей. Думаю, я также хотел бы показать ему свои цифры.

— Какой совет могли бы вы дать начинающему трейдеру?

— Существуют пять основных шагов на пути станов ления преуспевающего трейдера. Во-первых, найдите торговые инструменты, стратегии и временные гори зонты, подходящие вашему характеру. Во-вторых, най дите нехаотичное поведение цены, признавая при этом, что большую часть времени рынки хаотичны. В-треть их, убедитесь в том, что обнаруженная вами закономер ность является статистически значимой. В-четвертых,

установите себе торговые правила. И в-пятых, следуйте этим правилам. По существу, все сводится к следующему: идите своим путем (независимость), делайте это правильно (дисциплина).

Я убежден в том, что в основе успеха Блейка лежит его восприимчивость к новым идеям. На протяжении многих лет Блейк искренне верил, что рынки хаотичны. Столкнувшись с доказательствами противоположного, он не стал упираться и отстаивать свою позицию — хотя это естественная реакция большинства людей в подобной ситуации. Напротив, он изучил вопрос, и когда факты показали, что его более ранние воззрения были неправильны, он изменил свое мнение. Способность изменять точку зрения является, вероятно, ключевой характеристикой успешного трейдера. Люди с догматичными и негибкими взглядами редко, если вообще когда-нибудь преуспевают на рынках.

Другим атрибутом, позволившим Блейку преуспеть, является его адаптивность. Рынки представляют собой динамический процесс, и непрерывный торговый успех требует способности модифицировать и даже полностью изменять стратегии по мере того, как меняются рынки. Блейк начал с торговли фондами муниципальных облигаций. Однако когда надежность и доходность его подхода в этом секторе стали уменьшаться, он не продолжал тупо повторять одну и ту же стратегию, работавшую для него в прошлом. Вместо этого он использовал изменившиеся рыночные условия как повод для начала интенсивного исследовательского проекта, который в конечном счете привел его к совершенно новому и еще более эффективному подходу. Когда в секторных фондах Fidelity стало возможно почасовое переключение, он соответственно изменил и свои методы. Затем, когда Fidelity сделала использование своих фондов для стратегии переключения практически невозможным (введя запретительно высокие сборы), Блейк переключился на

другие семейства фондов и другие стратегии. Способность Блейка адаптироваться позволила ему сохранять замечательную стабильность результатов, несмотря на глубокие изменения в торговой среде.

Пожалуй, наиболее важный урок Блейка заключается в удивительном постоянстве его успеха, являющемся убедительным эмпирическим доказательством того, что рынки не хаотичны. Конечно, эта нехаотичность вряд ли является слишком очевидной — иначе все мы были бы миллионерами. Однако тот факт, что на 25 прибыльных месяцев Блейка приходится лишь один убыточный, позволяет нам сказать: «Да, Вирджиния, рынки можно превзойти».

Как можно превзойти рынки? Конечно, не покупкой ответа на этот вопрос. Даже если бы такой ответ продавался, велика вероятность того, что он не подойдет для вашего характера, и вы не будете иметь уверенности, чтобы всегда следовать ему. Естественно, простых путей в торговле не существует. Каждый трейдер должен найти свое собственное решение головоломки рынка. Конечно, большинство таких исследовательских усилий завершится неудачей. Если, однако, вы сможете открыть закономерности нехаотичного поведения рынка и сможете убедительно продемонстрировать их состоятельность, то для достижения вашего торгового успеха останется сделать лишь два шага: разработать свои собственные торговые правила и затем следовать этим торговым правилам.

ВИКТОРСПЕРАНДЕО

И РЫНКИ СТАРЕЮТ

Виктор Сперандео (*Victor Sperandeo)* начал свою карьеру на Уолл-стрит сразу после окончания средней школы. Это, конечно, было далеко не славное начало, ибо работал он сначала котировщиком на минимальной ставке, а затем перешел на чуть более высокооплачиваемую должность статистика в Standard&Poor's. Сперандео считал свою работу, которая в основном состояла в копировании колонок цифр, «отупляюще скучной». Ему было трудно сосредоточиться на этой работе. К собственному облегчению, его, в конце концов, уволили за то, что он делал слишком много ошибок.

Проведя какое-то время на еще одной не имеющей отношения к торговле работе в бухгалтерской фирме на Уолл-стрит, Сперандео смог договориться о получении должности по торговле опционами. В течение следующих двух лет он работал дилером на внебиржевом *(over-the-counter, OTQ* рынке опционов, сводя покупателей и продавцов и «зарабатывая разницу».

В разгар медвежьего рынка 1969 года Сперандео в поисках большей независимости для своих торговых решений перешел в другую фирму. В этой новой фирме ему предложили процент от спрэда, зарабатываемого на каждой сделке с опционами, а не фиксированную ставку, которую он получал в предыдущей фирме. Новая

фирма, однако, не хотела брать на себя обязательства по зарплате из осторожности, вызванной продолжающимся медвежьим рынком. Сперандео с радостью принял предложение, уверенный, что сможет значительно увеличить свой доход, получая проценты от того, что зарабатывал на сделках.

Проработав на этом месте шесть месяцев, Сперандео заработал комиссионных на 50 тыс. долларов. Его вызвал для разговора босс, получавший годовую зарплату в 50 тыс. долларов. «Виктор, — сказал он, — ты работаешь так хорошо, что мы решили взять тебя на оклад». Почему-то предложение зарплаты в 20 тыс. долларов и неопределенное обязательство выплачивать премию вместо процентов от прибыли прозвучало не слишком приятно. Через три недели Сперандео ушел в другое место. К сожалению, он нашел, что новая фирма поет ту же песню, только на другой мотив — когда он получал свои ежемесячные выписки о прибылях и убытках, то обнаруживал, что его прибыль съедалась огромными накладными расходами.

Примерно через шесть месяцев Сперандео, наконец, решил, что если он хочет чего-то добиться, ему следует делать это самостоятельно. Найдя партнера для финансирования предприятия, Сперандео в 1971 году открыл собственную фирму Ragnar Options. Сперандео утверждает, что Ragnar была первым опционным дилером, предложившим гарантированные котировки по опционам без взимания исключительно высоких премий. Если для того, чтобы удовлетворить запрос покупателя, они не могли найти на рынке существовавшего опционного контракта (который они могли купить и продать клиенту с премией), они выписывали опцион сами (в то время на внебиржевом рынке параметры опционного контракта определялись по требованию клиента, в отличие от биржи, где торговали стандартными инструментами). По словам Сперандео, в результате этой политики предложения разумных твердых котировок Ragnar через

шесть месяцев стала крупнейшим внебиржевым опционным дилером в мире.

Потом Ragnar слилась с другой фирмой на Уолл-стрит. Сперандео оставался там какое-то время, но в 1978 году перешел в Interstate Securities. В Interstate Сперандео получил под управление счет компании и несколько клиентских счетов при условии раздела результатов в пропорции 50/50 (как издержек, так и прибыли). Сперандео, наконец, получил идеальную работу: полная независимость и возможность торговать на любых рынках, как он желает, поддержка капиталом и значительная доля прибылей (и убытков). Эта идеальная договоренность окончилась в 1986 году, когда Interstate стала публичной компанией и решила распустить свою торговую группу. Сперандео чуть больше года торговал на свой личный счет, прежде чем решил открыть собственную фирму по управлению капиталом — Rand Management Corporation.

На протяжении всей своей карьеры Сперандео уделял большее внимание избежанию убытков, чем получению прибылей. Он значительно преуспел в достижении этой цели, и ему удалось проработать с прибылью 18 лет подряд, прежде чем он зарегистрировал свой первый убыток в 1990 году. На протяжении всего этого периода его среднегодовая прибыль составляла 72%, причем результаты колебались в диапазоне от 35-процентного убытка в 1990 году до пяти лет с трехзначной прибылью.

Хотя Сперандео так и не завершил свое высшее образование, за долгие годы он прочитал огромное множество книг. В дополнение к книгам о рынках Сперандео читал самые разные книги, связанные с экономикой, психологией и философией. В общем и целом, по его оценке, он прочитал по этим предметам приблизительно 2,5 тысячи книг.

Интервью проходило в «офисе» Сперандео, находящемся в подвале его дома, значительная часть которого превращена в зал, оснащенный пятиметровой барной

стойкой, посадочными местами на 75 человек и первоклассной аудио-системой. Так и кажется, что вот-вот выскочит Билл Мюррей со своей песней в шоу «Субботним вечером». Я не мог сдержать улыбку, когда вообразил, как строгий попечитель пенсионного фонда проводит инспекцию предприятия Сперандео на месте, рассматривая его как возможного управляющего своих фондов. Я нашел Сперандео очень спокойным и дружественным — а такой человек сразу вызывает симпатию.

— Почему после почти двух десятилетий работы не зависимым или квази-независимым трейдером вы ре шили, в конце концов, основать собственную фирму по управлению капиталом?

— В 1987 году я добился исключительно хороших результатов, поймав огромное падение на фондовом рынке. Мой успех на этом рынке привел к непрошеным предложениям управлять довольно крупными суммами денег. И я понял, что если бы управлял деньгами, а не просто торговал на своем собственном счету, потенциал моей прибыли был бы во много раз больше.

— Как шли у вас дела в торговле после того, как вы открыли свою собственную компанию?

— В 1989 году — первом году существования фир мы — дела шли хорошо, но в 1990 году я потерял деньги. Ирония судьбы состоит в том, что я получил свой пер вый убыток по итогам года после того, как я приобрел знаний больше, чем когда-либо ранее.

— Чем вы можете это объяснить?

— Такова уж человеческая природа. *(Громко и долго смеется.)*

— Как вы стали трейдером?

— Думаю, что первым моим увлечением, как-то от носящимся к этой области, была страсть к покеру. Еще

будучи подростком, я буквально зарабатывал себе на жизнь игрой в покер. Начав играть, я прочитал все доступные мне книжки об этой игре и быстро узнал, что для того, чтобы выигрывать, нужно научиться управлять шансами. Иными словами, если вы играете только в тех случаях, когда шансы на вашей стороне, и бросаете карты, когда этого нет, то будете чаще выигрывать, чем проигрывать. Я запомнил вероятность появления каждой важной комбинации карт и добился в этой игре очень неплохих успехов.

Хотя дела у меня шли очень хорошо, я понимал, что судьба профессионального картежника — это не то, что я хотел бы получить от своей жизни. Когда мне было двадцать лет, я полностью изучил в New York Times раздел, содержавший предложения о работе, и понял, что лишь три профессии предлагали стартовый оклад более 25 тыс. долларов в год: физик, биолог и внебиржевой трейдер. Я даже не знал толком, что такое внебиржевой трейдер, но поскольку явно не имел образовательной подготовки для того, чтобы быть физиком или биологом, а внебиржевая торговля была чем-то похожа на игру в карты — и там и там были вовлечены шансы, — я решил попробовать начать карьеру на Уолл-стрит. И я получил работу котировщика в Pershing&Company.

— Как вы узнали о торговле и рынках? Был ли у вас наставник?

— Нет. В то время в Pershing работал легендарный «чтец ленты» и трейдер тех дней Милтон Лидс. Глядя на него, я чувствовал вдохновение, но непосредственно на него не работал. В основном я узнавал о рынках, читая по этому предмету все, до чего мог дотянуться.

— А когда вы стали настоящим трейдером?

— Проработав на Уолл-стрит почти три года, снача ла в Pershing, а затем еще в нескольких местах, где я не задержался, я решил, что хочу попробовать торговать

самостоятельно. Я рассмотрел несколько сфер торговли, которыми мог бы заняться. С одной стороны, были акции — довольно скучно, были также облигации — совсем скучно, были еще опционы — вещь очень замысловатая. В конце 1960-х годов, вероятно, лишь около 1 процента фондовых брокеров вообще понимали, что такое опционы, и я подумал, что если бы занялся этой в высшей степени эзотерической формой торговли и добился в ней совершенства, то смог бы делать много денег. Поэтому я попытался получить работу в качестве трейдера опционами.

— Что вы в то время знали о торговле опционами?

— Ничего. Но я знал, что хотел заниматься именно этим. Я попытался произвести впечатление на старшего партнера фирмы, проводившего со мной собеседование, сказав ему, что я гений. Он спросил: «Что вы имеете в виду?» Я сказал ему, что у меня фотографическая память — чего на самом деле у меня нет. Он сказал: «Докажи те это». Я сказал ему, что запомнил все символы акций — и это действительно было так. Несколько лет до этого я ходил на курсы по развитию памяти, а этот человек тридцать пять лет проработал на Уолл-стрит и так и не смог запомнить всех символов. Он проверил меня, и я знал их все. Тогда он предложил мне работу.

— Ранее вы сказали, что вас привлекла карьера трейдера из-за аналогии с игрой в карты. Означает ли это, что вы рассматриваете торговлю как некоторую форму азартной игры?

— Я сказал бы, что азартная игра — термин невер ный. Азартные игры включают риск, когда шансы про тив вас. Например, когда вы участвуете в лотерее или играете с игральным автоматом — это формы азартной игры. Я думаю, что успешная торговля или в данном случае игра в покер включает в себя скорее спекуляцию, чем азартную игру. Успешная спекуляция означает риск,

когда шансы располагаются в вашу пользу. Так же, как в покере, когда вы должны знать, на какую сдачу ставить, в торговле вы должны знать, когда шансы располагаются в вашу пользу.

— Как вы определите «шансы» в торговле?

— В 1974 году я пропустил огромный рост фондового рынка в октябре-ноябре. Эта ошибка послужила толч ком к интенсивным двухлетним исследованиям. Я хотел получить ответы на следующие вопросы: сколько про должаются бычьи и медвежьи рынки, какие процентные движения обычно совершает рынок, прежде чем фор мирует вершину или основание.

В результате этого исследовательского проекта я нашел, что движение рыночных цен напоминает поведение людей — они имеют статистически значимые характеристики предположительной продолжительности жизни, которые можно использовать для измерения степени риска. Например, средний размер среднесрочного колебания индекса Доу-Джонса во время бычьего рынка составляет 20%. Это не означает, что когда рынок повышается на 20%, он достигает вершины — иногда вершина наступает раньше, иногда позже. Однако это означает, что когда рынок повышается более чем на 20%, шансы на дальнейшее повышение начинают существенно уменьшаться. Таким образом, если рынок повысился более чем на 20%, и вы начинаете видеть другие признаки возможной вершины, этой информации следует уделять пристальное внимание.

В качестве аналогии рассмотрим страхование жизни, где огромную роль играет статистика ожидаемой продолжительности жизни людей. Если вы выписываете полисы страхования жизни, то для вас будет огромная разница между заявителями, возраст которых составляет 20 и 80 лет. Если вы рассматриваете неспортивного и ведущего нездоровый образ жизни 20-летнего кандидата, вы, тем не менее, можете считать, что его шансы

на выживание очень хороши. Однако вы гораздо менее охотно будете выписывать полис для 80-летнего человека. Если этот 80-летний человек Джек Лаланн среди 80-летних, может двести раз отжаться, может переплыть Ла-Манш — тогда хорошо, вы можете выписать ему полис. Но, предположим, тот же 80-летний человек за день выкуривает по три пачки «Кэмела» и выпивает по литру виски, да к тому же страдает воспалением легких — тогда вы, вероятно, не захотите выписывать ему полис. Чем старше человек, тем важнее становятся симптомы.

Аналогичным образом, если рынок находится в стадии преклонного возраста, то особенно важно прислушиваться к симптомам потенциального окончания текущего тренда. Если использовать аналогию со страхованием жизни, то большинство участников фондового рынка не видят разницы между людьми 20-летними и 80-летними.

По-моему, причиной, по которой многие типы технического анализа работают не слишком хорошо, является то, что такие методы нередко применяются неразборчиво. Например, если вы видите формирование фигуры «голова и плечи» на рынке, являющемся эквивалентом 20-летнего человека, то шансы того, что этот рынок быстро умрет, относительно невелики. Однако если вы видите такую же фигуру графика на рынке, соответствующем 80-летнему старцу, существует гораздо большая вероятность того, что фигура эта является точным индикатором ценовой вершины. Торговля на рынке без понимания того, в какой стадии он находится, напоминает продажу полисов страхования жизни по одинаковой премии и 20-летним, и 80-летним людям.

— Когда вы говорите, что средняя историческая ве личина бычьего движения составляет 20%, что вы под разумеваете под бычьим движением?

— Я говорю о среднесрочных восходящих движе ниях на долгосрочном бычьем рынке. С очень редки-

ми исключениями я подразумеваю под среднесрочным движение цены, длящееся минимум три недели и максимум шесть месяцев. Конечно, существуют аналогичные фигуры для всех видов движения рынка, классифицируемых по типу рынка (бычий или медвежий), продолжительности движения (краткосрочное, среднесрочное или долгосрочное) и месту внутри рыночного цикла (первое колебание, второе колебание и т. д.).

Кстати, 20-процентная величина среднего восходящего движения обладает удивительным постоянством, о чем я могу судить на основе своих исследований, охватывающих все годы после 1896. Когда я рассмотрел рынки только до 1945 года, я нашел, что соответствующая цифра фактически идентична и составляет 19%. Думаю, есть две причины, помогающие объяснить стабильность этой приблизительной 20-процентной цифры. Первый фактор связан со стоимостью. Роджер Ибботсон провел исследование, охватывающее данные за 60 лет, в котором сравнил прибыль от различных форм инвестирования. Он нашел, что в течение рассмотренного им периода среднегодовая прибыль фондового рынка составляла 9,2% включая дивиденды. Следовательно, если рынок вырос на 20% за, скажем, 107 дней — что является средней продолжительностью среднесрочного восходящего движения, — значит, вы получили неплохую прибыль за очень короткий промежуток времени. Многие в такой ситуации начинают фиксировать прибыль, что приводит к завершению восходящего движения рынка.

Второй фактор — психологический. Предположим, вы идете в супермаркет, чтобы купить ингредиенты для салата. Головка салата стоит 1 доллар, фунт помидоров тоже продается по 1 доллару. Через две недели вы приходите снова и видите, что салат по-прежнему продается по 1 доллару, а помидоры теперь идут по 1,5 доллара. В такой ситуации многие люди станут искать замену помидорам. Они скажут примерно следующее: «Я не буду платить столько за помидоры». Но разве 50 центов име-

ют такое большое значение? Тем не менее, именно так я и поступал, даже когда мой доход исчислялся семизначным числом. Вам не хочется платить выше определенной величины, несмотря на то, что сама сумма для вас может быть мизерной.

— Вы хотите сказать, что 20% и есть величина такого типа?

— Такова моя гипотеза. Очевидно, я не смогу доказать ее по-настоящему.

— Используете ли вы статистические исследования длительности и амплитуды ценовых движений для установления целей — либо ценовых, либо временных?

— Абсолютно нет. Использовать статистику для предсказания точных моментов разворота рынка — это все равно как если бы страховая компания в тот день, когда вы покупаете у нее страховку, стала говорить вам, когда и каким образом вы умрете. Ей не нужно этого делать, чтобы получить прибыль. Все, что ей нужно для получения прибыли, это знать, каковы шансы.

— Тогда как же вы анализируете ситуацию, в которой рынок, согласно вашей статистике, достиг преклонного возраста?

— Если длительность или размах ценового движения превышают средние параметры таких движений, то любой метод, используемый вами для анализа рынка, будь то фундаментальный или технический, будет значительно более точным. Например, если специалист по графикам интерпретирует какую-то конкретную фигуру как формацию вершины, а рынок прошел лишь 10% от своего последнего относительного минимума, велика вероятность, что прогноз его будет неправильным. Однако если рынок повысился на 25-30%, тогда той же формации следует придавать гораздо большее значение.

— Когда вы пропускаете важную точку разворота, такую как минимум в октябре 1974 года, о котором вы упоминали ранее (с тех пор рынок ниже не опускался), как вы затем снова выходите на рынок?

— Рынки повышаются ступеньками. Я жду ситуации, когда рынок достигнет нового относительного миниму ма. В случае 1974 года я открыл длинную позицию 6 де кабря. Тот день оказался точным дном рынка. Парадок сально, но фактически я на той сделке потерял деньги.

— Прежде чем я попрошу вас объяснить этот оче видный парадокс, сначала расскажите мне, почему вы были так уверены в том, что это дно рынка?

— Начнем с того, что имел место сигнал покупки по теории Доу — промышленный индекс Доу-Джонса до стиг нового минимума, а транспортный индекс и S&P 500 — нет. Кроме того, объем на прорыве к новым миниму мам был относительно малым. Плюс медвежий рынок продолжался уже довольно длительное время, и медвежьи настроения преобладали. Наконец, плохие новости начи нали терять силу своего воздействия на рынок — медве жьи новости выходили, но акции в цене не менялись.

— А теперь расскажите мне, как вам удалось поте рять деньги на покупке в точке минимума в декабре 1974 года.

— До того момента у меня был исключительно при быльный год. Я зафиксировал одну треть своей прибы ли за этот год и купил колл-опционы, торговавшиеся не при деньгах и истекавшие в январе. В качестве примера скажу, что в то время акции Kodak торговались по 64, а я купил январские колл-опционы с ценой страйк 70. Премия опционов была равна 1 доллару. 27 января, а это была дата истечения январской серии опционов, Kodak упал до 69, и колл-опционы, естественно, обесценились. Через неделю Kodak торговался уже по 80. Примерно то же самое повторилось на дюжине других позиций.

— Таким образом, вашей ошибкой была покупка опционов, которые были слишком не при деньгах и имели слишком короткую продолжительность.

— Они не были слишком не при деньгах. Моя ошиб ка заключалась в том, что я не имел достаточно времени до истечения. Этот эпизод предшествовал моему иссле дованию длительности и величины исторических дви жений цены, о котором мы говорили ранее. После того, как я завершил свое исследование в 1976 году, я понял, что вторые отрезки бычьих рынков имеют тенденцию быть относительно длительными, и уверен, что если бы столкнулся с такой ситуацией после 1976 года, то купил бы апрельские опционы, а не январские. Но в то время я просто не имел достаточных знаний о вероятностях раз личных движений рынка.

— Как вы, в конечном счете, вернулись на рынок?

— В феврале 1975 года я открыл длинную позицию и преуспел. Кстати говоря, сделать это было очень трудно, потому что я возвращался на рынок в тот момент, когда цены акций торговались значительно выше, чем в янва ре, когда мои опционы истекли, не имея цены.

— Я не совсем понимаю ваше статистическое иссле дование продолжительности движений цены. Похоже, что с 1982 года мы переживаем длительный бычий ры нок, а это означает, что ко времени настоящего интер вью (апрель 1991 года) он продолжается уже девять лет. Получается, что текущий бычий рынок является дол гожителем-рекордсменом? Разве вы не стали бы искать на нем важную вершину слишком преждевременно?

— Я смотрю на это совсем с другой точки зрения. По моим определениям бычий рынок, начавшийся в 1982 году, закончился в ноябре 1983 года.

— Как вы можете объективно делать такую класси фикацию?

— Что определяет восходящий тренд? Во время раз вития восходящего тренда цена не должна опускаться ниже более раннего важного относительного миниму ма. Медвежья фаза, продолжавшаяся с июня 1983 года по июль 1984 года, состояла из двух крупных нисходя щих колебаний — когда были пробиты более ранние важные относительные минимумы. Кроме того, по мо им определениям, для того чтобы считаться медвежьим рынком, ценовое движение должно продолжаться как минимум шесть месяцев и составлять по меньшей ме ре 15%. Оба этих условия были выполнены снижением цены в период с максимума в июне 1983 года до мини мума в июле 1984 года. Таким образом, в соответствии со всеми моими критериями восходящее движение це ны, начавшееся в июле 1984 года, отметило начало но вого бычьего рынка.

— Когда, по вашей классификации, закончился бы чий рынок, начавшийся в июле 1984 года?

— С моей точки зрения, этот бычий рынок закон чился в октябре 1989 года, став вторым по продолжи тельности бычьим рынком с 1896 года (начало моего статистического исследования). Бычий рынок не закон чился в августе 1987 года потому, что произошедшее в его результате пробитие минимума продлилось лишь три месяца. Следовательно, хотя это падение цены было исключительно резким, оно не соответствовало мини мальным требованиям по продолжительности времени, соответствующим определению медвежьего рынка, а именно шесть месяцев от вершины до основания.

— Есть ли еще что-нибудь, на ваш взгляд, уникаль ное в вашем подходе к управлению капиталом?

— Да. Я анализирую риск, измеряя величину и про должительность колебаний цен. Например, если рынок повысился на 20% приблизительно за 107 дней, то да же если я по-прежнему настроен очень по-бычьему, я

сохраню максимальный размер позиции не более 50%, потому что статистически мы достигли среднеисторической величины и продолжительности восходящего движения.

— Иными словами, вы варьируете размер ставки относительно вашего восприятия рыночного риска. А делаете ли вы что-нибудь необычное в смысле сокращения убытков?

— Убытки всегда определяются заранее, так что я могу измерить свой риск.

— Под словами «определяются заранее» вы имеете в виду, что решаете, где будете выходить до того, как вступаете на рынок?

— Совершенно верно. Позвольте привести пример, чтобы проиллюстрировать важность этого принципа. Возьмем типичного трейдера, которому звонит его брокер. «Слушайте, — говорит ему брокер, — я получил из надежного источника информацию о том, что компания XYZ будет подвергнута поглощению. Сейчас ее акции торгуются лишь по 20 долларов, но могут подняться до 60 долларов». Трейдер покупает эти акции, и через две недели они опускаются на уровень 18 долларов. Поступок его, похоже, оказался неправильным, поэтому он обещает себе закрыть позицию, когда достигнет безубыточности. На следующей неделе акция опускается до 17 долларов, теперь он начинает чувствовать некоторую озабоченность. «Я выйду на первом же росте», — клянется он себе. Через неделю акция опускается до 15 долларов, и трейдер, который купил акцию, используя маржу, вдруг понимает, что потерял уже половину своих денег. Через два дня акция падает до 14 долларов, он в отчаянии звонит своему брокеру и восклицает: «Продавай все!» В результате позиция закрывается по 13 долларов, и это как раз оказывается дном рынка. Знакомая картина?

Задумайтесь о происходящем здесь психологическом процессе. В начале трейдер попался на приманку получения легких денег. Когда акция понизилась до 18 долларов, он почувствовал легкое волнение. Когда она упала до 17 долларов, он почувствовал первые признаки паники. Когда акция соскользнула до 15 долларов, это была уже чистая паника. А когда он, наконец, вышел, то испытал чувство облегчения — но это нечто парадоксальное, потому что он только что потерял 70% своих денег. В этом процессе нет никакой логики. Все это лишь эмоциональная ловушка. Планирование выхода заблаговременно, до открытия сделки является средством поддержания эмоциональной дисциплины.

— Означает ли это, что в течение последних лет вы заранее определяете точку выхода?

— Нет, я поступаю так с самого первого дня, когда занялся этим бизнесом. Я всегда знал, в какой точке буду выходить.

— Оказывает ли на вас какое-то эмоциональное влияние получение убытка?

— Нет. Взятие убытка никогда на меня не влияет. Но больших убытков я не несу.

— Никогда? А разве не было никогда такого случая, чтобы вы отклонились от своих принципов управления риском?

— Ну, вообще-то был один случай в ноябре 1984 года. Ситуация эта была драматичной, потому что в результате я потерял больше одного миллиона долларов. В то время Федеральная резервная система снижала процентные ставки, и я был убежден, что мы находимся в фазе бычьего рынка. Но рынок начал падать, потому что конгресс рассматривал изменения в налоговом законодательстве. Однако когда газеты сообщили, что предполагаемые изменения в налоговом кодексе будут «ней-

тральны по отношению к доходам», я решил открыть длинную позицию. Я открыл огромную позицию, потому что когда я делаю деньги, я торгую по-максимуму. А я до того момента имел просто замечательный год. И я открыл длинные позиции по всему, по чему только мог — один их список занимал целых две страницы. Самой маленькой моей позицией были 100 опционов, а самой большой — я не преувеличиваю — 2 тысячи опционов.

Но в то время я не понял, что хотя предполагаемые изменения в налоговом кодексе были нейтральны по отношению к доходам, сам этот план призывал к изъятию денег у корпораций и передаче их частным лицам. А когда у вас длинная позиция на фондовом рынке, вам не нужны планы изъятия денег у корпораций. *(Смеется.)*

Когда рынок понижался в течение четырех дней подряд, я понял, что был не прав. Я хотел выйти. Рынок просто продолжал падать. На шестой день непрерывного падения я вышел. Если бы я продал после четвертого нисходящего дня, мой убыток составил бы лишь половину того, что получилось.

— Я думал, у **вас есть правило, касающееся выхода?**

— Да. И мое правило должно было заставить меня выйти на четвертый день.

— **Значит, вы нарушили свое правило?**

— Да. Но дело тут было не в надежде на то, что рынок повернет вверх. Причина, по которой я не вышел с рынка, заключалась в том, что падение выглядело слишком уж чрезмерным. Я по-прежнему собирался ликвидировать свою позицию, но хотел подождать первого дня повышения рынка.

— **Ив результате вы вышли на самом дне?**

— Нет, рынок снижался в течение девяти дней подряд.

— Какой урок вынесли вы из этого опыта?

— Как только появляется какая-то налоговая инициа тива или какая-то другая важная законодательная неопре деленность, я теперь сразу же выхожу с рынка. Рынок всег да выжидает до тех пор, пока не поймет, что происходит.

— Есть ли еще какой-нибудь урок более общего ха рактера?

— Да. Когда вы открываетесь по-крупному, ваша по зиция должна начать приносить прибыль немедленно.

— Иными словами, когда у вас большая позиция, вам следует быстро уменьшать ее размер, если она не начинает приносить деньги с самого начала.

— Совершенно верно. Когда вы торгуете по-крупно му, вам следует иметь особенно короткое терпение в от ношении прекращения убытков. Моей целью на Уолл стрит всегда было не разбогатеть, а лишь оставаться в бизнесе. Тут есть огромная разница. Если вы вылетаете из бизнеса, вы никогда не сможете разбогатеть. Вот по чему нужно быть особенно осторожным, когда торгу ешь позицией большого размера.

— Были ли у вас еще какие-то особо драматические сделки?

— В один из дней истечения опционов на индекс S&P то ли в 1985, то ли в 1986 году — я забыл точную дату — поведение спрэда между индексами S&P и OEX убедило меня в том, что на рынке вот-вот будет запу щена крупная программная покупка. Major Market Index (MMI) торговался на уровне порядка 349. Я купил четы ре тысячи опционов с ценой страйк 355 по 1/8 и пятьсот опционов с ценой страйк 350 по 1 3/4.

Рынок повысился, и в 15:30 — за полчаса до закры- тия — 355-е торговались по *2, а* 350-е — по $5V_2$. Я про- дал пятьсот опционов 350, что позволило мне окупить остальную часть позиции. Тут одна из крупных фирм

Уолл-стрит развернула на рынке исключительно крупную программную продажу, и цены обрушились. Имея менее получаса до истечения и опционы не при деньгах, я не имел никакой возможности что-либо продать. Рынок закрыл день с резким падением.

Помню, как после закрытия я пришел в Michael's One и сказал бармену: «Мне-нужно выпить. Сегодня я сделал 100 тыс. долларов — беда в том, что час назад этот выигрыш составлял 800 тыс. долларов».

— Судя по вашей торговой истории, в 1980-е годы вы снимали со своего счета крупные суммы. Однако вы не производите впечатления человека, излишне тратящего деньги. Следовательно, я полагаю, эти деньги были реинвестированы в какой-то иной форме. Какую альтернативную инвестицию вы выбрали? Почему вы не оставили деньги просто расти на вашем счету, коль скоро дела у вас шли так хорошо?

— Одной из крупных моих инвестиций стало открытие торговой компании. Я нанял других трейдеров, научил их тому, что делал сам и дал им капитал для торговли.

— Почему вы это сделали?

— Потому что я хотел быть Макдональдом биржевой торговли, а не эгоистичным замкнутым трейдером. Это предприятие, конечно, не дало таких блестящих результатов, как McDonald's. *(Громко смеется.)*

— И каков же был результат?

— За 5-летний период я подготовил 38 человек. Каждый из этих людей провел бок о бок со мной несколько месяцев, пока я учил их практически всему, что знал о рынке сам. Пятеро из этих тридцати восьми человек оказались успешными трейдерами.

— Как вы выбирали людей для этой подготовительной программы?

— Я не использовал особенно научный подход. Ре шая, кто мог бы стать хорошим трейдером, я следовал в основном своим инстинктам и капризам. Отобранные мною люди составляли очень пеструю группу.

— Была ли какая-нибудь связь между умом и успе хом в торговле?

— Конечно, но не так, как вы думаете. Например, один из выбранных мною людей был исключен из сред ней школы, и я не уверен, знал ли он хотя бы алфавит. Но он один из тех пятерых, кто принес мне очень непло хую прибыль.

— Почему вы его выбрали?

— Он был моим клерком на Американской фондо вой бирже и по характеру был очень активным и чувс твительным. Кроме того, он побывал во Вьетнаме, и там рядом с ним разорвалась граната, оставив ему на память осколок в поджелудочной железе. В результате этого опыта он всегда всего боялся. Когда дошло до торговли, он больше беспокоился об убытках, чем о выигрышах. Он очень быстро соглашался на убытки.

На другом конце интеллектуального спектра находился человек, бывший гением. У него был IQ на уровне 188, и как-то раз он участвовал в телевикторине и правильно ответил там на все вопросы. Однако в течение пяти лет этот человек не смог сделать на торговле ни копейки.

Я открыл, что нельзя научить людей торговле, просто передавая им знания. Ключом к торговому успеху является эмоциональная дисциплина. Делание денег не имеет ничего общего с умом. Вспомните обо всех тех умных людях, которые выбрали работу на Уолл-стрит. Если бы ключом ко всему был ум, то на торговле делали бы деньги гораздо больше людей.

— Вы, кажется, почти утверждаете, что ум препятс твует успешной торговле. Чем вы это объясните?

— Предположим, что вы блестящий студент, оканчивающий Гарвард с отличием. Вы получаете работу в первоклассной инвестиционной фирме и через год вам дают под управление портфель стоимостью 5 млн долларов. Что вы о себе подумаете? Скорее всего, вы решите, что вы очень умны и все делаете правильно. А теперь, предположим, что вы оказываетесь в ситуации, где рынок идет против вашей позиции. Какова будет ваша вероятная реакция? «Я прав». Почему? Потому что все, что вы до сих пор делали в жизни, было правильно. И вы будете стремиться ставить свой IQ выше поведения рынка.

Чтобы быть преуспевающим трейдером, вы должны уметь признавать ошибки. Умные люди делают очень мало ошибок. В некотором смысле они, как правило, всегда правы. В торговле, однако, человек, который может легко признавать свою неправоту, и оказывается тем, кто выходит из игры с деньгами.

Помимо торговли, вероятно, не найдется ни одной другой профессии, где вы должны признавать свою неправоту. Задумайтесь об этом. Для примера рассмотрим юриста, который прямо перед важным делом встречается со своей подружкой и проводит у нее половину ночи. На следующий день он плохо соображает и к защите не готов. В результате он проигрывает дело. И вы думаете, он скажет своему клиенту: «Мне жаль, но вчера я загулял и долго не спал. Будь я в лучшей форме, я бы выиграл это дело. Вот вам ваши деньги»? Такого никогда не произойдет. Он всегда сможет найти какое-то извинение. Он, вероятно, скажет что-то вроде: «Я сделал все, что мог, но вот присяжные были пристрастны». Он никогда не обязан признавать свою неправоту. И никто никогда не будет знать правды, кроме него. Фактически он, скорее всего, затолкает правду так далеко в свое подсознание, что и себе никогда не признается, что проиграл дело из-за своих собственных действий.

В торговле вы не можете скрывать свои ошибки. Ваш капитал ежедневно отражает ваши результаты. Трейдер,

который пытается винить в своих убытках какие-то внешние события, никогда не сможет научиться на своих ошибках. Для трейдера попытка найти такие объяснения гарантирует продвижение к полной неудаче.

— Сколько денег вы обычно давали своим стажерам на торговлю, и сколько они могли потерять?

— В большинстве случаев я давал людям для начала от 25 до 50 тыс. долларов. В некоторых случаях я позво лял стажерам начинать со счетами в целых 250 тыс. А что касается убытков, то они могли потерять все. *(Смеется.)* Я ни разу никого не уволил, они сами себя уничтожали.

— В итоге потеряли ли вы деньги на этой стажерской программе?

— Нет, потому что из тридцати восьми стажеров пя теро, добившиеся успеха, сделали больше денег, чем по теряли все остальные вместе взятые. Единственным не удачным моментом было то, что эти пять человек стали делать так много денег, что уволились. Этого результата я в самом начале не предвидел.

— В конечном счете, однако, все это принесло вам чистую прибыль.

— Да, но не очень много с учетом усилий, которые были потрачены на это предприятие. И конечно, снова бы я этого делать не стал.

— Как вы думаете, почему большинство людей, ко торых вы подготовили, теряли деньги?

— Им не хватало того, что я называю эмоциональной дисциплиной — способности сдерживать свои эмоции, не позволяя им вмешиваться в торговые решения. Хо рошую аналогию торговле дает диета. Большинство лю дей знают все, что необходимо для того, чтобы потерять вес — т. е. они знают, что для этого нужно делать фи зические упражнения и уменьшить прием жиров. Одна-

ко, несмотря на это широко распространенное знание, огромное количество людей, пытающихся похудеть, не добиваются успеха. Почему? Потому что им не хватает эмоциональной дисциплины.

— Если бы вам довелось повторить этот эксперимент — чего вы, очевидно, делать не собираетесь, — как вы думаете, смогли бы вы выбрать более высокий процент выигрывающих трейдеров?

— Да, потому что теперь я выбирал бы людей на основе их психологических качеств.

— Какие конкретно качества вы стали бы искать?

— Прежде всего я искал бы людей с умением признавать ошибки и быстро соглашаться на убытки. Большинство людей рассматривает убытки как ущерб самолюбию. В результате они откладывают признание убытка. Они придумывают все, что угодно, лишь бы не признавать убыток. Они выбирают уровень фиксации убытка, но затем постоянно отодвигают его. Они отказываются от плана своей игры.

— Какие, по вашему мнению, наиболее ошибочные представления бытуют среди людей в отношении рынка?

— По-моему, самой большой ошибкой является мысль о том, что если вы покупаете и держите акции в течение длительных периодов времени, вы всегда сделаете деньги. Позвольте привести вам несколько конкретных примеров. Любой человек, купивший акции фондового рынка в любое время между минимумом 1896 года и минимумом 1932 года потерял бы деньги. Иными словами, был 36-летний период, когда стратегия «покупай и держи» означала бы потерю денег — при этом речь идет даже не об упущенной возможности. Из более современных примеров — к потере денег привела бы покупка рынка в любое время между минимумом 1962 года и минимумом 1974 года.

Если что-то случается однажды, я думаю, логика говорит вам, что это может случиться опять. Собственно говоря, я считаю, что случиться может все, что угодно, но конечно, если это случалось раньше, то может случиться опять. В 1929-32 годах рынок упал в среднем на 94%. Кстати, такое происходило и совсем недавно — в период 1973-74 годов акции средней капитализации потеряли более 75% своей стоимости.

— Вы хотите казать, что впереди нас может ожидать медвежий рынок, который будет гораздо хуже того, что может представить себе большинство людей?

— Совершенно верно, и люди, которые придержива ются идеи, что покупка и держание в течение длитель ного периода являются оптимальным способом ведения дел, могут легко обанкротиться.

— А разве ваши собственные правила длительности и величины не заведут вас в тупик, если мы попадем на рынок, который опустится на 80-90%?

— Ничего подобного. Помните, что я использую эти статистические исследования лишь как один из множес тва своих инструментов.

— Как вы справляетесь с полосами убытков?

— Все мы проходим через периоды, когда работаем не в такт с рынком. Когда я делаю все правильно, я обыч но увеличиваю свое присутствие на рынке. И наоборот, когда начинаю терять, я уменьшаю размер позиции. Идея заключается в том, чтобы пока вы переживаете полосу убытков, терять как можно меньше. Раз потеряв мно го, вы всегда переходите в оборонительную позицию. На протяжении всех тех месяцев, когда я терял деньги, я всегда в конце концов доходил до очень маленькой пози ции — иной раз торговал всего лишь 1% своего счета.

Когда я попадаю в полосу убытков, я люблю почитать какую-нибудь познавательную книгу, чтобы узнать

что-то новое. Это приносит двоякую пользу. Во-первых, позволяет мне отвлечься от торговли, во-вторых, расширяя свои знания, я помогаю укреплять свое чувство собственного достоинства. Главное здесь делать что-нибудь положительное.

— Вам не случается иногда полностью отходить от рынков?

нков?

— Бывает.

— А как долго?

— Иногда на целый месяц, а то и два.

— И вы считаете, что такие длительные уходы с рынка полезны?

— Несомненно. Ни к чему вам продолжать терять, если у вас черная полоса, потому что это лишь больше навредит вашему самоуважению.

— А как вы снова возвращаетесь к торговле?

— Тая Кобба однажды спросили, почему у него ни когда не бывает нерезультативных периодов. Он сказал, что каждый раз, когда чувствует, что не в форме, не ста рается произвести какой-то великолепный удар, а прос то стремится хотя бы попасть по мячу. Если связать эту концепцию с торговлей, то когда вы чувствуете себя не в форме, старайтесь проявлять терпение, ждите сделки, в которой вы очень уверены, и сохраняйте размер ставки небольшим. Вашей целью тогда будет не сделать много денег, а скорее вернуть себе уверенность в правильности принимаемых решений.

— Почему большинство людей теряет деньги на рынке?

— Я знаю, что это звучит как избитая истина, но единственная и самая важная причина, по которой лю ди теряют деньги на финансовых рынках, заключается в

том, что они не ограничивают свои убытки. Это загадка человеческой природы — почему, независимо от того, сколько книг пишут об этом правиле, и независимо от того, сколько экспертов дают этот совет, люди все равно продолжают совершать одну и ту же ошибку.

— Какие еще ошибки совершают люди?

— Они не подходят к торговле как к бизнесу. Я же всегда рассматриваю торговлю как бизнес.

— Не могли бы вы рассказать о своем бизнес-плане для торговли?

— Я рассматриваю цели торговли как имеющие трех ступенчатую иерархию. Первым и самым главным яв ляется сохранение капитала. Когда я первый раз смот рю на сделку, я не спрашиваю себя: «Какую потенци альную прибыль я могу получить?» Я говорю: «Какой потенциальный убыток я могу понести?» Во-вторых, я стремлюсь к стабильной прибыльности путем сопос тавления риска с размером ранее накопленной прибыли (или убытка). Стабильность гораздо более важна, чем получение большого количества денег. И в-третьих, ес ли мне удается достичь успеха в первых двух целях, я пытаюсь добиться исключительной прибыли. Я делаю это, увеличивая размер позиции после и только после периодов высокой прибыльности. Иными словами, ес ли в последнее время у меня был особенно прибыльный период,.я могу попробовать умножить свою прибыль, открывая большую позицию, при условии, конечно, что существует подходящая для этого ситуация. Ключом к созданию богатства является сохранение капитала и тер пеливое ожидание подходящей возможности сделать необычайно большую прибыль.

— Что вы думаете об анализе графиков?

— Я сделал слишком много денег, торгуя по техничес ким соображениям, чтобы отбрасывать технический ана-

лиз, как это делают многие чистые фундаменталисты. Однако я считаю, что технический анализ, как единственный метод анализа рынка и торговли на рынке, не достаточен. В 1974 году ко мне обратился один технический аналитик, пытавшийся убедить меня в том, что он может помочь мне улучшить мою торговлю. Я нанял его в качестве консультанта на испытательный срок за 125 долларов в неделю. Я также предложил выплачивать ему процент прибыли, полученной на основе его рекомендаций. Что ж, этот парень был очень трудолюбивым. Он работал по шестнадцать часов в день и анализировал графики, используя способы, которые я до сих пор понять не могу. Однако каждый раз, когда я просил его дать конкретную рекомендацию, он показывал мне график и говорил что-то вроде: «Эта акция, возможно, формирует вершину». Он никогда не мог дать прямого ответа, когда я спрашивал его, следует ли мне покупать или продавать. Больше всего он запомнился мне тем, что носил рубашки с истрепанными манжетами и на обед ел бутерброды с рыбой, которые приносил из дома.

— Используете ли вы анализ графиков?

— Да, но в самой простой форме. Моей главной ме тодологией является трехступенчатый процесс опреде ления важных изменений тренда. Позвольте привести пример попытки идентификации вершины растущего рынка. Первый шаг — дождаться пробития линии вос ходящего тренда.

— Судя по моему опыту, линии тренда не кажутся мне особенно надежными.

— Необходимо правильно чертить линии тренда. Большинство людей чертит линии тренда неправильно.

— И как же правильно чертить линию тренда?

— В случае восходящего тренда нужно строить ли нию от самого низкого минимума до самого высокого

минимума сразу перед самым высоким максимумом, выбирая точки так, чтобы линия тренда не проходила через какие-либо цены между этими двумя точками.

— Я перебил вас. Вы сказали, что используете трех ступенчатый процесс анализа графиков. Что представ ляют собой два остающихся шага?

— После пробития линии тренда я жду, когда про изойдет безуспешная попытка возврата к последнему максимуму. Эта неудача может принять форму разворо та цен ниже предыдущего максимума, или в некоторых случаях цены могут даже подняться немного выше мак симума и затем упасть. В случае, когда цены пересека ют уровень предыдущего максимума, откат ниже этого максимума будет служить подтверждением неудавшей ся пробы максимума. Третьим и последним подтвержде нием изменения тренда является нисходящее пробитие уровня самого недавнего относительного минимума.

— Говоря о втором критерии — неудачной пробе предыдущего максимума, — вы упомянули, что иногда отскок происходит чуть ниже максимума, а иногда дви жение пробивает максимум прежде, чем цены упадут. Является ли фигура более надежной, когда цена проби вает предыдущий максимум прежде, чем упадет?

— Собственно говоря, да. Фактически, иногда одна лишь эта фигура может обозначать точный максимум или минимум. По-моему, такие отскоки цены являются, пожалуй, наиболее надежными и важными фигурами графиков.

Причина, по которой такие отскоки часто отмечают важные точки разворота, связана с механикой операционного зала биржи. Многие трейдеры стремятся размещать свои стопы на уровне или вблизи уровней предыдущих максимумов и минимумов. Эта поведенческая модель характерна и для крупных, и для мелких движений цены. Когда образуется большое скопление таких

стопов, вы можете быть вполне уверены в том, что об этой информации знают трейдеры операционного зала. Эти биржевые трейдеры будут стремиться покупать по мере того, как цены приближаются к концентрации покупающих стопов выше рынка (или продавать, если рынок приближается к скоплению продающих стопов ниже рынка). Биржевые трейдеры пытаются заработать, предвидя, что активация крупных партий стопов приведет к небольшому ускорению движения цены. Они используют такое дополнительное ускорение цены как возможность ликвидировать свои позиции, получая быструю прибыль. Таким образом, биржевые трейдеры заинтересованы в том, чтобы вызвать срабатывание больших скоплений стоп-ордеров.

В случаях, когда существуют весомые фундаментальные причины для продолжения движения цены за предыдущий максимум (или минимум), движение будет иметь тенденцию развиваться. Однако если это движение к новому максимуму (или минимуму) было вызвано главным образом деятельностью биржевых трейдеров, то как только стоп-ордера будут исполнены, цены развернутся и упадут ниже предыдущего максимума. Фактически, срабатывание этих стопов представляет собой последний вздох рынка.

Процесс, который я только что описал, применим ко всем рынкам, организованным по методу открытого аукциона, таким, например, как фьючерсные рынки. Однако аналогичный процесс происходит и на рынках, управляемых специалистами, таких как фондовая биржа. Специалист торгует одной или несколькими акциями. Работа специалиста заключается в том, чтобы делать рынок для этих акций. За оказание этой услуги специалисту выплачивают фиксированное вознаграждение за каждую сотню проданных акций. Несомненно, он заинтересован в том, чтобы цены доходили до уровней, где произойдет исполнение наибольшего числа ордеров. Эти уровни обычно являются ценами чуть выше предыдущего максимума

или чуть ниже предыдущего минимума. Далее, не забывайте, что специалист обладает преимуществом, заранее зная расположение всех ордеров по своей акции. Кроме того, биржевые трейдеры, торгующие этой акцией в операционном зале биржи, имеют аналогичный интерес в срабатывании стопов, как, к примеру, и трейдеры на биржах, занимающихся фьючерсами.

Этим я хочу сказать, что главные фигуры графиков нередко основываются на деятельности профессионалов операционных залов бирж.

— Используете ля вы какие-нибудь технические индикаторы?

— Я использую их в качестве дополнительного инс трумента. Главным индикатором на фондовом рынке, которому я придаю самый большой вес, является 200-дневная скользящая средняя. Я не рекомендовал бы этот индикатор в качестве единственного источника для принятия торговых решений, но он добавляет некото рую полезную информацию и может дополнять дру гие методы и формы анализа. Фактически я даже видел одно исследование, в котором демонстрировалось, что простое использование 200-дневной скользящей сред ней акций индекса Доу-Джонса позволило бы инвестору заработать в течение 50-летнего периода этого исследо вания среднегодовую прибыль в 18% — т. е. примерно вдвое большую прибыль, чем можно было бы получить методом «покупай и держи».

— Я знаю, что вы самоучкой освоили экономику, прочитав десятки, а может быть и сотни книг по этому предмету. Была ли эта учеба чисто интеллектуальным занятием, или же она принесла какую-то практичес кую пользу для вашей торговли?

— Было несколько случаев, в которых, как я думаю, мое знание экономики и экономической истории по могло мне заработать на рынках. Классический пример

имел место, когда в 1981 году победу на президентских выборах во Франции неожиданно одержал социалист Франсуа Миттеран. Во время своей кампании Миттеран пообещал национализировать отдельные части промышленности и претворить в жизнь крупномасштабные программы социального обеспечения. Я понимал, что экономические последствия программы Миттерана будут означать для французского франка крах. Я немедленно продал франк, который тогда торговался приблизительно по курсу 4 франка за 1 доллар. Я закрыл эту позицию всего через три недели, когда ставка была уже 6 франков за 1 доллар. Это одна из тех редких сделок, в которых я был уверен почти на 100%. Кстати, со временем франк опустился до курса 10 франков за 1 доллар.

— Пожалуй, вашим наиболее известным прогнозом рынка является предсказание важной вершины фон дового рынка, сделанное вами в журнале Barren's в сен тябре 1987 года — за один месяц до краха. Что вызвало вашу уверенность в предстоящем обвале цен акций?

— На максимуме августа 1987 года фондовый рынок за 96 дней прибавил почти 23%. По размеру и продол жительности эти цифры почти точно соответствовали среднеисторическим параметрам среднесрочного бы чьего рынка. Но это соображение было лишь предо стережением. Если бы все остальные факторы были положительными, то все было бы в порядке. Однако, возвращаясь к аналогии, которую я использовал ранее, этот рынок отнюдь не был Джеком Лаланном. В авгус те промышленный индекс Доу-Джонса достиг нового максимума, но индикатор роста/падения этого сделать не смог — а это медвежье расхождение. Коэффициенты цена/прибыль в то время находились на самом высоком уровне за 25 лет. Объем государственных, корпоратив ных и потребительских долгов находился на рекордных уровнях. Практически все индикаторы предупреждали о коллапсе.

— Была ли у вас короткая позиция накануне краха 19 октября? Если да, то какие соображения вы использовали для фактического выбора времени своего вхождения на рынок?

— Первый главный сигнал по выбору времени имел место 5 октября, когда я прочитал в Wall Street Journal статью председателя ФРС Гринспена, в которой указывалось, что процентные ставки могут стать «опасно высокими», если опасения инфляции будут расти на финансовых рынках «как грибы». Хотя Гринспен указал, что считает такие опасения необоснованными, он также намекнул, что учетная ставка может быть поднята, чтобы эти опасения смягчить. 15 октября сигнал продажи дала Теория Доу, и я открыл свою короткую позицию.

Соломинкой, сломавшей спину верблюда, стал спор государственного секретаря Джеймса Бейкера с Германией, в котором он побуждал Германию стимулировать экономику. Когда Германия отказалась сотрудничать, Бейкер во время уик-энда сделал объявление, что Соединенные Штаты готовы «позволить доллару упасть». На мой взгляд, несомненно именно это заявление послужило толчком к обвалу фондового рынка 19 октября. Страх перед девальвацией валюты является фактором, который мало устраивает иностранных инвесторов. Что означали слова «упасть»? На пять процентов? На десять процентов? На двадцать процентов? Иностранные инвесторы, имеющие долларовые ценные бумаги, были готовы продавать до тех пор, пока не станет известно, что представляет собой это «падение».

В тот момент я был абсолютно убежден, что фондовый рынок обрушится из-за этой неопределенности с девальвацией доллара. В понедельник утром я немедленно увеличил свою короткую позицию, хотя индекс Доу-Джонса открылся с падением на более чем 200 пунктов.

— Я знаю, что вы также поймали мини-крах в ок тябре 1989 года. Был ли ваш аналитический процесс в тот раз аналогичен анализу октября 1987 года?

— Во многих отношениях — да. К октябрю 1989 года рынок повышался уже 200 дней без какого-либо проме жуточного нисходящего тренда (по определению Сперандео, это снижение в течение 15 дней или более), в то время как среднеисторическая продолжительность составляет 107 дней. Более того, рынок повысился более чем на 24%, а мои исторические исследования показывали, что в семи из восьми случаев, когда рынок повышался на такую ве личину, происходила коррекция, существенно понижав шая цены. Иными словами, шансы продолжения движе ния рынка вверх были очень невелики. Соответственно, я закрыл свои длинные позиции и ждал новых сигналов того, что рынок вот-вот умрет. Статистически этот ры нок напоминал 87-летнего человека.

— Не хотели бы вы сказать что-нибудь напоследок?

— Занятие этим бизнесом требует огромной привер женности и страсти. Однако вы не можете заниматься торговлей всю свою жизнь. Необходимо делать переры вы. Вы должны проводить время со своими любимыми. Нужно жить сбалансированной жизнью.

Когда я занимался своими глубокими исследованиями исторических трендов акций, моя дочь Дженнифер ходила в подготовительную школу. Это возраст критический для ребенка в смысле развития и чудесный возраст для родителей, позволяющий им радоваться, проводя время со своими детьми. К сожалению, я был так погружен в свой проект, что когда приходил с работы домой, то ел и сразу же садился за исследования. Когда ко мне в кабинет входила дочь, у меня не было на нее времени. Это было ошибкой, и я жалею о ней по сей день.

Некоторые трейдеры превращают всю свою жизнь в бизнес. В результате они, может быть, и делают больше денег, но лишь за счет того, что жертвуют более

равномерной, сбалансированной и удовлетворяющей жизнью.

Так или иначе, все сводится к шансам. Если вы не можете найти какого-то способа расположить шансы в свою пользу, торговля, как любая игра с равными шансами и некоторыми связанными с игрой затратами (в данном случае — комиссионные и проскальзывание при исполнении), в конечном счете, окажется проигрышным предприятием. Сперандео определяет шансы по аналогии со страховыми полисами. Так же как страховые компании добиваются расположения шансов в свою пользу путем классификации владельцев полисов в зависимости от риска, Сперандео классифицирует фондовый рынок по риску. Когда речь заходит о фондовом рынке, он может отличить 20-летнего юношу от 80-летнего старца.

Другим до некоторой степени связанным с этим элементом успеха Сперандео является то, что он значительно варьирует размер ставки. Когда он открывает позицию на рынке, который воспринимает как начальную стадию нового тренда, и сделка подтверждается разными индикаторами, он стремится торговать значительно большим объемом, чем в ситуациях, когда таких условий нет. В этом смысле Сперандео ставит больше всего, когда считает, что шансы ему наиболее благоприятствуют (кстати говоря, такая стратегия является необходимым ключом к успеху в таких играх, как блэкджек; см. интервью с Халлом). Сперандео подчеркивает, однако, что при торговле большой позицией необходимо, чтобы рынок немедленно шел в вашу пользу, в противном случае позицию нужно быстро уменьшать. Это необходимо для обеспечения финансового выживания, если вы оказываетесь неправы в ситуации, которую посчитали очень благоприятной.

Хотя его взгляды вряд ли можно назвать универсальными, Сперандео не придает большого значения уму в торговом успехе. Опираясь на свой опыт подготов-

ки 38 трейдеров, Сперандео приходит к выводу, что ум практически не имеет значения в предсказании успеха. Гораздо более важной чертой преуспевающего трейдера, говорит он, является способность признания ошибок. Он указывает, что люди, связывающие свое самомнение с правотой в отношении рынков, с большим трудом соглашаются принять убытки, когда поведение рынка указывает, что они были неправы.

Сперандео свято верит, что очень глупым является стандартный совет использования на фондовом рынке стратегии «покупай и держи». Сперандео приводит несколько примеров весьма длительных периодов, в течение которых такая стратегия привела бы к разорению.

ЧАСТЬ 5

Игроки на многих рынках

ТОМ БАССО

МИСТЕР БЕЗМЯТЕЖНОСТЬ

Честно говоря, Том Бассо *(Tom Basso)* не входил в список людей, которых я собирался проинтервьюировать для этой книги. Хотя его достижения весьма солидны, они не производят слишком яркого впечатления. Как управляющий фондовыми портфелями, он в среднем получал, начиная с 1980 года, 16-процентную годовую прибыль, что примерно на 5% выше прибыли S&P 500. Это весьма солидно, с учетом того, что большинство управляющих отстают от индекса, но все же в этом нет ничего легендарного. Как управляющий фьючерсными фондами, Бассо получал с 1987 года среднегодовую прибыль в 20% с лишь незначительной волатильностью. Здесь тоже его результаты значительно лучше, чем среднеотраслевые, но вряд ли их можно назвать исключительными. И все же в одном важном ключе Бассо, вероятно, является наиболее успешным трейдером из проинтервьюированных мною. Перефразируем недавний рекламный ролик, вопрошающий: «Что вы назовете успехом? Если ваш ответ — ОГРОМНЫЕ ДЕНЬГИ, то Бассо сюда не подходит. Если, однако, ваш ответ — ХОРОШИЕ ДЕНЬГИ И ПРЕКРАСНАЯ ЖИЗНЬ, то у Бассо найдется немного равных».

Когда я познакомился с Бассо, меня сразу же поразило его невероятно легкое отношение к торговле. Он

научился принимать убытки в торговле не только на интеллектуальном, но также и на эмоциональном уровне. Более того, его чувство удовлетворения торговлей (или, скорее, жизнью) буквально лезет из него. Бассо смог быть прибыльным трейдером, одновременно сохраняя полный покой ума и испытывая огромное удовольствие. В этом смысле я не могу подобрать более подходящую ролевую модель для трейдера. И через несколько минут после знакомства с Бассо я понял, что мне обязательно нужно включить этого человека в свою книгу. Я также понял, что мой метод отбора людей для интервью строго на основе числовых параметров был до некоторой степени подходом близоруким.

Бассо начал свою карьеру инженером в Monsanto Company. Он пришел к выводу, что эта работа не полностью поглощает его энергию, и начал также интересоваться фондовым рынком. Он открыл счет для торговли фьючерсами, который сразу же оказался неудачным. И хотя прошло много лет, прежде чем Бассо смог торговать фьючерсами с прибылью, он упорствовал до тех пор, пока, наконец, не добился успеха.

В 1980 году в результате своего участия в инвестиционном клубе он начал управлять портфелями акций. В 1984 году он расширил сферу управления, включив в нее также фьючерсные счета. Небольшой размер большинства этих фьючерсных счетов (многие величиной лишь в 25 тыс. долларов) приводил к чрезмерной волатильности результатов. Бассо понял, что для того, чтобы уменьшить волатильность до разумного уровня, одновременно сохраняя достаточную диверсификацию, ему нужно будет значительно повысить минимальный размер счета. В 1987 году он повысил свой минимум до 1 миллиона долларов и вернул средства всем клиентам, имевшим счета меньшего размера. Сегодня он продолжает управлять портфелями акций и фьючерсов.

Мы с Бассо познакомились на семинаре по психологии инвестирования, проводившемся доктором Ван Тарном и

Эдриенн Тограи. Семинар проводился в довольно неожиданном месте — в Нью-Арке, штат Нью-Джерси. Интервью состоялось во время ланча в местной столовой.

—Первое, что немедленно бросилось мне в глаза при встрече с вами, это аура невероятной легкости—почти блаженства, — с которой вы относитесь к торговле. Это буквально антитезис умственному состоянию, обычно ассоциируемому с трейдерами. Неужели вы всегда так относились к торговле?

— Отнюдь нет. Я до сих пор помню свою первую сделку. В 1975 году я открыл счет для торговли фьючерсами в размере 2 тыс. долларов. Я купил два контракта на кукурузу и моментально потерял 600 долларов. Я чуть с ума не сошел. Я не мог сосредоточиться на работе (в то время я работал инженером). Я каждый час звонил брокеру.

— Вы помните причины, по которым открыли эту сделку?

— Я открыл сделку по результатам проведенного мною довольно наивного исследования, в котором я нашел, что за одной довольно редкой фигурой графика в 100% случаев следует повышение цены. Несколько лет назад я слышал, как вы в одном своем выступлении говорили о «хорошо подобранном примере». Я рассмеялся про себя, услышав, как вы используете эту фразу, потому что она напомнила мне о моей первой сделке, которая как раз была образцом хорошо подобранного примера.

(«Хорошо подобранный пример», на который ссылается Бассо, является одним из моих любимых аргументов. Суть концепции сводится к тому, что практически любую изобретенную кем угодно торговую систему можно заставить выглядеть хорошо, если проиллюстрировать ее, специально подобрав определенный период времени на определенном рынке, оказавшийся наиболее благоприятным для этого конкретного метода. Впервые я познакомился с этой концепцией в середине 1980-х годов, когда

прочитал статью о простой торговой системе. В то время я работал над довольно сложной собственной системой. К моей неожиданности и стыду эта очень простая система значительно превзошла более сложную систему, на разработку которой я потратил так много времени — по крайней мере, судя по приведенной иллюстрации.

Я очень внимательно перечитал статью. Предлагавшаяся система состояла всего из двух условий. Я и Норман Страм, мой тогдашний партнер по разработке систем, писавший все программы для компьютера, тестировали ранее одно из этих условий. Мы знали, что это выигрышное, хотя и с очень небольшим результатом, торговое правило. Другим условием было правило, у которого, по нашему мнению, были настолько плохие перспективы успеха, что мы никогда даже его и не проверяли. Однако если описанная в статье система была так хороша, его превосходные качества должны были объясняться включением этого второго условия — торгового правила, которое мы отвергли без рассмотрения.

Естественно, мы протестировали это второе условие. Его результаты для рынка, использованного в статье, были в точности, как описанные. Однако период времени, выбранный для этого примера, оказался лучшим годом за десятилетний период тестирования этого рынка. Фактически это был наилучший год для 25 рынков, которые мы протестировали за этот десятилетний период. Неудивительно, что система оказалась такой хорошей — мы ведь рассматривали лучший случай из 250 возможных комбинаций рынков и лет, которые протестировали. Какое совпадение! Уверен, что ретроспективный взгляд не имел к этому никакого отношения.

Но на этом история не заканчивалась. Система постыдно оказалась в хвосте выборки, взятой для тестирования. Фактически, за десятилетний протестированный период после учета операционных издержек на 17 из 25 рынков были понесены убытки. И с того самого времени во мне живет внутреннее чувство скептицизма в отно-

шении примеров, используемых в статьях и рекламных объявлениях, касающихся торговых систем.)

— Считаете ли вы, что большинство людей, продающих торговые системы и использующих хорошо подобранные примеры, знают о реальных качествах системы? Или же они искренне обманывают себя — как вы, по вашему признанию, сделали в своей первой сделке?

— Думаю, что понемножку есть и того, и другого. Некоторые люди просто продают мусор и знают об этом, а другие сами себя обманывают — они верят в то, что открыли что-то стоящее, но на самом деле это не так. Такой самообман встречается часто, потому что психологически удобно создавать систему, которая выглядит очень хорошо по результатам прошлой работы. Стремясь достичь превосходных результатов на прошлых данных, разработчики систем нередко определяют для системы условия, являющиеся нереалистично ограничительными. Проблема заключается в том, что будущее никогда не бывает точно похожим на прошлое. В результате эти хорошо подобранные модели не функционируют, когда их применяют для торговли в будущем.

Приобретя на рынках многолетний опыт, я теперь стараюсь сохранять как можно большую гибкость в используемых мною моделях. Я стараюсь придумывать сценарии, которые, пожалуй, подошли бы для сюжетов кинофильмов. Приведу один пример: правительство США уходит в отставку, что вызывает дефолт Министерства финансов по казначейским векселям и падение курса доллара США на 50% за ночь.

— Как же вы можете разработать системы, которые справляются с такими чрезвычайными ситуациями?

— А я вовсе не разрабатываю системы, которые справляются с такими ситуациями, но пытаюсь представить себе, что произойдет с моими позициями, если подобный сценарий будет иметь место.

— И как же это помогает?

— Это помогает мне быть готовым к самым разнооб разным рыночным условиям, которые могут появиться в будущем. В результате я знаю заранее, что буду делать в каждой данной ситуации.

— Судя по вашему описанию первой сделки, вы были полны напряжения и волнения. Как вам удалось пройти путь от того состояния ума до вашего нынеш него исключительно спокойного отношения?

— Я понял, что каждый раз, когда имею убыток, должен вынести что-то из этого опыта и рассматривать убыток как урок, который я получаю в некоем Коллед же Торговли. А коль скоро вы можете что-то вынести из убытка, это уже не настоящий убыток.

— Когда вы пришли к такому отношению?

— В самом начале, вероятно, сразу же после той сдел ки с кукурузой.

— И помогло это вам?

—Безусловно. Приняв такую точку зрения, я перестал рассматривать убытки как проблему, а начал рассматривать их как возможность подняться на следующий уровень. За следующие пять лет я постепенно улучшал свои навыки и каждый год терял все меньше и меньше.

— Продолжая терять деньги в течение пяти лет подряд с самого начала торговли, разве вы не заду мывались над тем, что, может быть, стоит бросить это занятие?

— Нет, никогда.

— Что давало вам уверенность? Очевидно, рынок никак вас не поощрял.

— Поощрение заключалось в том, что со временем мои убытки становились все меньше и меньше. Я при-

ближался все ближе и ближе к точке безубыточности. Я также сохранял убытки на вполне управляемом уровне. Я всегда торговал очень небольшим счетом — той суммой, которую мог позволить себе потерять без влияния на уровень жизни.

— А вы прекращали торговать, когда теряли сумму денег, выделенную вами для целей торговли в каждый данный год?

— Такого ни разу не случилось. Я никогда не откры ваю позицию, которая могла бы подвергнуть опасности мою способность продолжить торговлю. Я всегда огра ничивал риск по каждой данной сделке уровнем, кото рый позволит мне устоять и снова принять участие в игре, если на этот раз я окажусь неправ.

— Какие уроки выделяются наиболее живо из того периода, в течение которого вы посещали ваш так на зываемый Колледж Торговли?

— Исключительно важный поворотный опыт про изошел в 1979 году, примерно через четыре года после того, как я начал торговлю. Мои родители, жившие в Сиракузах, штат Нью-Йорк, приехали ко мне на неде льку погостить. Я был очень занят, стараясь их всячески развлечь, и не успевал с работой. Я не знал, что в ту же неделю цены на серебро резко подскочили. На следую щей неделе я привел в порядок свои дела и увидел, что пропустил сигнал покупки серебра.

— А вы в то время торговали по системе?

— Да. Я следовал определенной системе и открывал позицию после получения каждую сигнала системы в течение последних девяти месяцев. Иными словами, если бы я не запустил работу, то несомненно открыл бы эту сделку. В течение следующих нескольких меся цев цены на серебро взлетели до небес. Короче говоря, эта единственная упущенная сделка означала потерю

возможности заработать по 30 тыс. долларов на контракт.

— А каков был в то время размер вашего счета?

— Он был очень невелик — порядка 5 тыс. долларов. Поэтому эта сделка могла означать примерно шести кратное увеличение размера моего счета. После того слу чая я, вне зависимости от того, какую систему использо вал, всегда делал так, чтобы обязательно исполнять все торговые сигналы.

— Были ли еще какие-то сделки, сыгравшие ключе вую роль в формировании вашего общего торгового подхода?

— В 1987 году у нас с женой был счет, размер которо го в то время составлял порядка 130 тыс. долларов. У нас была длинная позиция по серебру, и рынок начал бурно расти. За один месяц наш счет вырос до 500 тыс. долларов, а затем мы потеряли 80% этой прибыли всего за неделю.

Эта сделка позволила мне многое узнать о свойствах своего характера. Когда ваш счет переживает такие крупные колебания верх и вниз, вы испытываете возбуждение, когда рынок идет в вашу сторону, и чувствуете крах, когда он идет против вас. Эти эмоции совершенно несовместимы с успешной торговлей. Нужно спокойно переживать колебания капитала и стремиться каждый день сохранять чувство равновесия, вне зависимости от того, что происходит. Эта сделка послужила катализатором принятия мною формулы, ограничившей и прибыли, и убытки путем сокращения числа контрактов, торгуемых на каждом рынке, до вполне переносимого уровня. Главное здесь, чтобы число торгуемых контрактов изменялось в соответствии с волатильностью каждого рынка.

— Вернемся к моему первому вопросу. Можете ли вы объяснить, как вам удается сохранять такое чувс тво собранности при торговле на рынках?

— Когда я каждый день прихожу на работу, я знаю, что риск и волатильность моего портфеля точно такие же, какими они были вчера, на прошлой неделе и в прошлом месяце. Стоит ли волноваться, если риск остается неизменным?

— Полагаю, что для того, чтобы быть в состоянии поддерживать такое отношение к торговле, необходима огромная уверенность в своей системе.

— Дело тут и в уверенности в подходе, и в удобстве подхода, который вы используете. Например, если я точно передам вам свою систему, уверен, что через месяц вы начнете производить в ней изменения, чтобы подогнать ее под собственные мысли. По той или иной причине вы, используя то, что я вам дал, будете, вероятно, чувствовать себя неуютно. Будет еще хуже, если я передам вам систему как «черный ящик» (компьютерная программа, которая выдает сигналы покупки и продажи, действуя в соответствии с нераскрытыми правилами). Это может свести вас с ума. Вы не будете иметь ни малейшего представления о том, что заложено в программу. Поэтому, как только система начнет переживать свою первую полосу убытков, вы, вероятно, совсем ее забросите. Вы скажете: «Том, может, человек и неплохой, но откуда мне знать, что разрабатывая эту систему он не воспользовался лишь несколькими хорошо подобранными примерами».

— Это именно та причина, по которой, как я считаю, люди почти всегда не могут сделать деньги, торгуя по системам, которые покупают. Даже если им везет, и они покупают систему, которая работает, они почти никогда не бывают уверены в ней настолько, чтобы придерживаться ее, когда она попадает в первый крупный период проседания — а ведь каждая система на свете обязательно имеет проседания.

— Полностью с вами согласен.

— Что вы скажете трейдеру, который говорит: «Я достаточно успешно торгую и использую стопы для ограничения убытков, но все равно очень волнуюсь во время торговли и по-прежнему не могу переносить убытки»?

— Я сказал бы этому трейдеру, чтобы он думал о каждой сделке как лишь об одной из тысяч сделок, кото рые ему предстоит провести. Если вы начинаете думать категориями тысяч сделок, то сразу же одна сделка на чнет казаться вам очень несущественной. Разве важно, является одна единственная сделка выигрышной или проигрышной? Это всего лишь сделка.

— Выполняете ли вы какие-нибудь умственные уп ражнения для расслабления, или теперь это неважно, поскольку ваша торговля полностью компьютеризи рована?

— Сейчас я, вероятно, делаю больше умственных уп ражнений, чем когда-либо. Каждое утро по дороге на ра боту я совершаю осознанное усилие, чтобы расслабить ся. Я мысленно репетирую любой конфликт, который может произойти в течение дня. Процесс умственной организации и расслабления до прихода на работу по могает мне начинать день в очень позитивном состоя нии ума.

— По сути говоря, вы прокручиваете в уме все воз можные кризисы или осложнения, которые могут про изойти, и вашу реакцию на них так, чтобы если они действительно произойдут, они не оказались такими шокирующими?

— Совершенно верно.

— Не могли бы вы привести мне пример, в котором вам пригодилось такое умственное отношение?

— Хорошим примером является недавняя война в Персидском заливе. Вечером 16 января 1991 года (в

ночь, когда Соединенные Штаты начали воздушную войну против Ирака) я зашел в офис, чтобы выполнить кое-какую компьютерную работу. Пока я там находился, появилась новость о войне, и цены на нефть подскочили до 40 долларов. В то время у меня как раз была приличная длинная позиция, и в первую же очередь я подумал...

— **«Завтра у нас будет замечательный день»...**

— Вообще-то моей первой мыслью было: «Завтра у нас будет огромная волатильность, и очень повысит ся риск, поэтому лучше нам к этому подготовиться». Я позвонил домой нашему управляющему директору Джорджу, чтобы он был в курсе ситуации. Он сказал: «Знаю, это передают по всем трем каналам. Приду по раньше».

На следующее утро я сушил волосы после душа, а жена в это время в соседней комнате смотрела новости, и мне послышалось, будто диктор сказал, что цены на нефть находятся на уровне *22* доллара. Конечно, я не мог поверить в эту цифру и подумал: «Может быть, это было *42* или 32 доллара?» Я прошел в спальню и спросил жену: «Он действительно сказал *22* доллара?» «Извини, — ответила она, — я не слушала». Я подождал повторения репортажа и узнал, что цена действительно составляла *22* доллара. Я позвонил Джорджу и спросил его: «Ты видел новости? Нам, пожалуй, действительно нужно сегодня пораньше заняться работой».

Мы оба рано приехали на работу, рассчитали все уровни риска, а затем разместили ордера еще до открытия. Мы сделали все, что запланировали. К 9:30 утра все было сделано — все наши ордера были исполнены. Получив цены исполнения, мы смогли просчитать наши позиции. Я откинулся в кресле, вздохнул с облегчением и спросил Джорджа: «Как ты думаешь, сколько мы сегодня на этом потеряли?» «Думаю, процентов 15», — ответил он. «Да, я думаю примерно также», — сказал я.

Я сидел и думал какое-то время обо всех событиях предыдущего вечера и этого утра. Я понял, что все мои действия были правильными, и что при повторении данной ситуации я сделал бы то же самое. Несмотря на то, что наши портфели за ночь потеряли 15%, я чувствовал себя в тот момент очень хорошо.

— Потому, что вы сделали все, что вы должны были сделать?

— Совершенно верно.

— А когда вы ложились спать накануне вечером, рынок все еще торговался выше 40 долларов?

— Да.

— Вы думали, что цена на следующее утро подни мется еще выше?

— Конечно.

— Наверное, было большим шоком узнать, что цена сырой нефти прошла путь от повышения на 8 долла ров накануне вечером до понижения на 10 долларов на следующее утро. Что вы чувствовали, когда поняли, что ваша вечерняя прибыль внезапно превратилась в гигантский однодневный убыток?

— Я думал, как справятся мои программы с волатильностью цен на сырую нефть, колебания которых выросли от 1 тыс. долларов в день (за контракт) до 18 тыс. долларов в день. Я был одновременно взволно ван и напуган мыслью о том, как мои программы спра вятся с этой ситуацией. Я надеялся, что хорошо подго товился к этому катастрофическому событию.

— Но внутренне разве у вас не было какой-то боли и депрессии?

— Нет, мне скорее было любопытно.

— Именно такое отношение и кажется мне наиболее удивительным. Ваши портфели от значительной при были накануне вечером перешли к 15-процентному убытку на следующее утро. Большинство людей ис пытывали бы в такой ситуации крайне отрицательные чувства. Как вы смогли отреагировать с таким эмоцио нальным спокойствием?

— Нужно уметь смотреть на все со стороны. Мне нравится думать о торговле с позиций достижений за многие годы. Если я проживу достаточно долго, буду торговать пятьдесят или шестьдесят лет. И я думаю, что за этот период времени мне доведется пережить и катас трофические падения, и удивительные взлеты, такие, что я даже и представить себе не могу, а также все то, что будет между ними. И если вы заранее в уме прорепети руете то, как будете реагировать на различные катастро фические ситуации, то когда такое событие наступит, вы начнете испытывать любопытство.

— Любопытство в отношении того, будет ли жизнь следовать вашему сценарию?

— Совершенно верно. Вы воспринимаете события так, как если бы уже видели это кино раньше, и вам ин тересно, получится ли все точно так же.

— Как вы справляетесь с такими ситуациями во время ваших умственных репетиций?

— Моя умственная репетиция катастрофического со бытия заключается в том, что я представляю себе врача, который должен распределить оказание медицинской помощи. Он находится в операционной полевого гос питаля. К нему поступают пятьдесят раненых. Некото рые из них выживут; другие умрут. Врач подготовлен к тому, чтобы справиться с такой ситуацией. Он собира ется принять все необходимые решения. «Этот пациент направляется в операционную №1. Этого пациента — в сторону». Он спокоен и собран, а не нервничает. Он зна-

ет, что использует наилучшие шансы для того, чтобы спасти максимальное число жизней. Он знает, что всех спасти не сможет, но сделает все, что в его силах, чтобы спасенных было больше.

— Надо просто сосредоточиться на том, что нужно делать.

— Совершенно верно.

— Действительно ли эта концентрация внимания отсекает все отрицательные эмоции, которые могут появиться?

— Кто знает? Когда это происходит, не успеваешь анализировать свои эмоции. Кстати, в случае круп ных выигрышей чрезмерной радости тоже не испы тываешь.

— Действительно, ликование при выигрыше не очень-то желательно. Один трейдер так описал мне свои эмоции: «Когда я теряю деньги, то расстраиваюсь из-за того, что теряю. Когда я делаю деньги, то беспо коюсь из-за того, что не смогу их удержать».

— Я сравниваю эмоции в торговле с пружиной, и эти эмоции растягиваются и качаются вверх и вниз, вверх и вниз. Пока они ходят туда-сюда, все это ка жется очень волнующим, но рано или поздно пру жина изнашивается. Колебания замедляются, и вы понимаете, что, пожалуй, не так уж и здорово быть вовлеченным в эту эмоциональную свистопляску. Вы находите, что если бы смогли удерживать эмоции в равновесии, то весь процесс был бы на самом деле го раздо интереснее.

— Как вам удается достигать такого равновесия?

— Я уделяю все внимание тому, чтобы торговать хо рошо. А результаты придут сами по себе.

— Это выглядит так, как если вы, полностью отстра нившись, наблюдаете за собой со стороны.

— Когда я учился в средней школе, то ужасно бо ялся выходить перед классом и говорить. Колени мои дрожали в буквальном смысле слова. В конце концов я научился справляться с этой ситуацией, отстраняясь и наблюдая за собой со стороны. Я научился вызывать этого наблюдателя в периоды стрессов. Когда я чувство вал, что начинаю дрожать, этот наблюдатель как бы го ворил: «Что ты дрожишь, Том? Расслабься. Ты слишком быстро говоришь. Притормози немного».

В конце концов я понял, что этот наблюдатель все время находится рядом. А если вы все время смотрите на себя со стороны, то это очень похоже на кино. Наблюдатель смотрит, как вы играете роль в этом кинофильме под названием «Жизнь».

— То есть вы вообще хотите дать людям такой со вет — пытаться смотреть на себя со стороны?

— Совершенно верно. Лучшего не посоветуешь. Если вместо того, чтобы говорить «Я собираюсь провести эту сделку», вы скажете «Я собираюсь посмотреть, как он проведет эту сделку», вы сразу же увидите, что процесс стал значительно легче.

— А как этот наблюдатель помогает вам торго вать?

— Наблюдатель может сказать: «Будь осторожнее, ты начинаешь жадничать в этой сделке». Вас может охватить сомнение и смятение из-за того, что одни ваши индика торы указывают на рост, а другие — на падение, и вы не знаете, что делать. Тогда наблюдатель скажет: «А может быть, лучше ничего не делать? Ведь ты не обязан тор говать». Такой подход я рекомендовал бы не только для торговли, но и для жизни в целом. Нет никакой причи ны для того, чтобы напрягаться и продираться когтями через жизнь.

— Но если вы смотрите на свою жизнь со стороны, вы, по сути, не живете ею. Она получается какой-то от страненной.

— Так думают многие люди, но на самом деле это не так. Думайте о жизни, как о кино, в котором вы видите то, что видите прямо сейчас, только один раз. Вы никог да ничего не увидите дважды. Примите это, помните об этом и наслаждайтесь этим.

— Что вы можете посоветовать людям, испытыва ющим крайний стресс?

— Во-первых, смотрите на вещи со стороны. Вселен ная огромна, она существовала и до вашего рождения, и будет существовать после вашей смерти. С вселенской точки зрения ваши проблемы не имеют никакого значе ния. Кроме того, будет легче, если вы станете смотреть на свою жизнь как на кино. Если вы идете в видеопрокат и берете там фильм ужасов, вы тем самым добровольно подвергаете себя страху, но этот страх не такой уж глу бокий, потому что вы знаете, что это кино. А что, если применить такой же подход к самой жизни?

— Ранее вы говорили, что видите себя торгующим в течение примерно 50-60 лет. Вы действительно ожи даете, что будете торговать до глубокой старости? Вы не задумывались о том, чтобы отойти от дел пораньше, после того, как вы достигнете какой-то конкретной де нежной цели?

— Действительно, какое-то время, несколько лет тому назад, я обдумывал идею ухода на покой. Жена спросила: «Что ты будешь делать, если перестанешь хо дить на работу?» «Ну, тогда я поставлю компьютеры и информационные системы у себя дома, — ответил я. — Буду немножко торговать, но большую часть времени буду заниматься разработкой новых торговых систем. Каждое утро буду читать *Wall Street Journal и* другие фи нансовые издания». Жена внимательно меня выслушала

и сказала: «Но это выглядит в точности как то, чем ты занимаешься сейчас. Единственная разница состоит в том, что сейчас у тебя есть служащие, которые работают вместо тебя, когда ты хочешь уйти в отпуск».

Конечно же, она была права. Я понял, что на самом деле делаю то, что люблю и буду все равно продолжать делать, даже если уйду на пенсию.

— Вне сомнения, ваш подход к торговле сильно компьютеризирован. Является ли он полностью механическим, или вы все же принимаете какие-то дискреционные решения, когда открываете сделки?

— Вероятно, мои интуитивные чувства в отношении рынков чаще оказываются правильными, чем неправильными. Однако, наблюдая за собой со стороны, я замечаю, что иногда торговые сигналы, в отношении которых я интуитивно испытываю наибольшую неуверенность, оказываются наилучшими сделками. Поэтому я думаю, по большому счету, что ради достижения наилучших результатов лучше всего следовать моим системам без исключения.

Есть еще один аспект, по которому я предпочитаю чисто систематизированный подход. Я нахожу, что использование системы снимает напряжение. Если вы сегодня теряете деньги, это не ваша вина — все дело в системе. Здесь есть некий элемент отрешенности. Хоть вы и сами разработали систему, вы начинаете воспринимать убытки менее личным образом. По крайней мере, так вижу вещи я. Став полностью полагаться на компьютер, я нашел, что оказываюсь все меньше и меньше эмоционально связанным с каждой сделкой.

Теперь у меня есть гораздо больше времени для того, чтобы заниматься разными проектами и личными увлечениями, потому что я не привязан к экрану с котировками, наблюдая за каждым восходящим и нисходящим тиком. В результате жизнь стала гораздо интереснее.

— Если бы вы стали трейдером сегодня, уже зная то, что знаете теперь, что бы вы изменили в своей торго вой карьере?

— В первую очередь я беспокоился из-за системы, которую собирался использовать для торговли. Вто рым фактором, над которым я работал, было управле ние риском и контроль за волатильностью. Третьей об ластью, на которой я сосредоточился, была психология торговли. Если бы мне пришлось делать все заново, я бы полностью изменил порядок этого процесса. Я считаю, что самым важным элементом является психология инвестирования. За ней по важности идет контроль за риском. И, наконец, наименее важным обстоятельством является вопрос о том, где покупать и где продавать.

Как вы могли заметить, в настоящей книге, как и в книге *Market Wizards,* все время повторяется одна и та же тема — что для успеха в торговле критически важна психология. Безусловно, мысль эта настоятельно подчеркивается и повторяется в интервью с Бассо. Однако из него можно извлечь и более серьезный урок: для того, чтобы добиться успеха в жизни, вы должны иметь правильный настрой ума, без которого торговый успех — всего лишь пиррова победа.

Если торговля (или любая другая работа или предприятие) является источником волнения, страха, разочарования, депрессии или гнева, значит, что-то не так — даже если вы добиваетесь успеха в общепринятом смысле, и уж особенно, если такого успеха нет. Вы должны наслаждаться торговлей, потому что если торговля является источником отрицательных эмоций, то вы уже, можно сказать, проиграли игру, даже если делаете деньги.

Бассо — отнюдь не самый успешный проинтервьюированный мною трейдер, если смотреть с позиций статистических результатов, но он, пожалуй, один из первых, кого я выбрал бы в качестве ролевой модели.

Несомненно, принятие такой модели означает следующий рецепт: объединение энтузиазма, энергии, сосредоточенности, преданности и дисциплины для того, чтобы стать лучшим трейдером, каким вы только можете быть. Но, выполнив все это, совершенно не нужно страдать из-за деталей. Старайтесь смотреть на разворачивающиеся на рынке события, как на увлекательный фильм. Не беспокойтесь о неблагоприятных движениях рынка, если вы правы в долгосрочном смысле. И если вы еще не разработали свой оптимальный торговый метод, тогда учитесь на своих ошибках и рассматривайте их как уроки торговли (и никогда не рискуйте суммой большей, чем вы можете позволить себе потерять).

Совет Бассо рассматривать жизнь как кино может выглядеть на страницах книги пассивно, но это совсем не то чувство, которое возникает при личном общении. Бассо предлагает наслаждаться жизнью и переживать ее с тем же увлечением и напряжением, которое вы испытываете при просмотре кино, но в то же время сохранять чувство отрешенности, с которым вы смотрите кино. Не принимайте свои проблемы слишком близко к сердцу. Вселенная после вас не исчезнет.

ЛИНДА БРЭДФОРД РАШКЕ

МУЗЫКА РЫНКОВ

Линда Брэдфорд Рашке *(Linda Bradford Raschke)* настолько серьезно относится к торговле, что торговала прямо до последнего дня беременности. «Но вы не торговали во время самих родов?» — спросил я ее полушутя. «Нет, конечно, — сказала она, — но, с другой стороны, время было четыре утра, и рынки не работали. Я, однако, совершила сделку примерно через три часа после того, как родила свою дочку. Это была короткая позиция по каким-то валютным контрактам, истекавшим в тот день. Сделка казалась такой хорошей, что я не смогла заставить себя отказаться от возможности перевести позицию на следующий контрактный месяц». Как я говорил, Линда Рашке относится к торговле очень серьезно.

Рашке с раннего возраста знала, что хочет заниматься рынками. Когда после окончания колледжа она не смогла получить работу фондового брокера, то завела себе привычку каждое утро перед работой проводить в торговом зале Тихоокеанской фондовой биржи. Хотя движущей силой этих ежедневных визитов в операционный зал биржи было ее восхищение рынками, привычка эта, в конечном счете, привела к появлению возможности для нее стать трейдером. Один из биржевых трейдеров познакомился с Рашке и научил ее основам торговли

опционами. Пораженный энтузиазмом Рашке и ее способностью быстро схватывать рыночные концепции, он передал ей в управление немного собственных денег.

Рашке проработала трейдером операционного зала шесть лет, сначала на Тихоокеанской фондовой бирже, а потом на Филадельфийской фондовой бирже. За исключением одного катастрофического события в начале своей торговой карьеры, Рашке стабильно делала деньги, когда была трейдером операционного зала.

В конце 1986 года, когда травмы, полученные в результате несчастного случая, заставили Рашке торговать из офиса, она поняла, что торговать вне зала ей нравится больше. После этого она оборудовала торговый кабинет дома. Хотя многие трейдеры операционного зала, пытающиеся перебраться работать в офис, сталкиваются в первый год после такой перемены с множеством трудностей, первый год Рашке вне операционного зала оказался на самом деле ее наилучшим годом. Но и в последующие годы она продолжала оставаться последовательно прибыльным трейдером.

Когда я познакомился с Линдой Рашке, меня поразила ее кипучая энергия. Я был потрясен, когда она сказала мне, что страдает от синдрома Эпштейна-Барра — болезни, главный симптом которой выражается как раз в хронической потере энергии. «Вы, конечно, не знаете, — сказала она, — что большую часть предыдущих четырех дней я провела, отдыхая, чтобы накопить достаточно энергии на эту поездку». (Хотя для проведения этого интервью я предложил приехать к ней домой, Рашке нашла предлог, чтобы совершить однодневную поездку в Нью-Йорк.) Тем не менее, несмотря на ее болезнь, сложно себе представить более энергичного человека.

Рашке считает, что заболела из-за того, что заставляла себя слишком много работать — одновременно торгуя полный день, занимаясь ребенком, присматривая за рабочими, переделывавшими ее дом, и активно занимаясь своим хобби — тренировкой лошадей и верховой ездой.

Рашке даже удается шутить над своей болезнью. «Я думаю, что она принесла мне огромную пользу, — объясняет она. Вместо того, чтобы пытаться пережить все до того, как мне исполнится тридцать пять, я теперь понимаю, что в возрасте тридцати трех лет я все еще молода, и впереди у меня много лет, полных замечательных возможностей».

Первые несколько часов интервью прошли в моем офисе. Затем мы продолжили разговор в местном ресторанчике на Уолл-стрит. Я все время поглядывал на часы и старался закруглить наш разговор до окончания обеда, потому что знал, что если она пропустит свой следующий автобус, ей придется ждать четыре часа. Хотя Рашке выглядела расслабленной и не обеспокоенной, я не хотел, чтобы из-за меня она застряла на столь длительное время на автовокзале в Порт-Аторити. На свете найдется немало мест, где можно провести четыре часа с большим удовольствием (турецкая тюрьма, например).

— **Когда вы впервые столкнулись с рынками?**

— Мой отец обожал торговать на рынках, хотя денег на них сделать не смог. Как самая старшая из четырех детей, я должна была помогать ему перелистывать со тни графиков акций, разыскивая какие-то особые типы фигур. Мое первое настоящее знакомство с рынками произошло, когда я училась в колледже Оксидентал. Там была программа, для которой каждый год отбирались десять студентов, управлявших трастом, созданным не ким анонимным донором.

— **Что вы знали о рынках в то время?**

— Немногое. Мы принимали решения, основываясь почти исключительно на фундаментальных факторах. Идею мог предложить любой член группы, и она осу ществлялась, если ее одобряло большинство.

— **Что вы вынесли из этого опыта?**

— Я просто узнала, что все это ужасно интересно.

— Удалось ли вам получить работу, связанную с рынками, после окончания колледжа?

— Окончив колледж, я поехала в Сан-Франциско и попыталась найти работу фондового брокера. Я, навер ное, обратилась во все брокерские фирмы этого города, и все они от меня отказались. Они не воспринимали меня всерьез. Для них я была просто молоденькой выпуск ницей колледжа. И мне все время говорили зайти через 4-5 лет. В конце концов мне удалось получить работу финансового аналитика в компании Crown Zellerbach, торгующей бумагой.

Судьбе было угодно, чтобы работа эта оказалась всего в двух кварталах от Тихоокеанской фондовой биржи. Поскольку на работу мне нужно было только к 8:30, а биржа открывалась в 7:30, я начала проводить первый час каждого дня на бирже.

— Что вы там делали?

— Я просто смотрела, что происходит. Через некоторое время люди стали меня замечать, и некоторые даже от влекались от своих дел, чтобы объяснить мне что-нибудь. Один трейдер рассказал мне о ценообразовании опционов, и я подумала: «Бог ты мой! Ведь я могла бы этим занимать ся!» Это не казалось чем-то очень уж сложным. Дело в том, что как только вы попадаете в операционный зал биржи, вы узнаете, что трейдеры там имеют самое разное проис хождение. Вам вовсе не нужно быть высокообразованным ученым, чтобы стать трейдером. Собственно говоря, одни из лучших трейдеров, с которыми я познакомилась в опе рационном зале, были просто пляжными бездельниками. Формальное образование, похоже, не имело ничего обще го с навыками человека как трейдера.

— Как произошло ваше превращение из наблюда теля в участника?

— Человек, объяснивший мне основы опционных рынков, подумал, что из меня может получиться хоро-

ший трейдер, и дал мне денег. В то время я как раз подала заявление в аспирантуру, чтобы получить MBA. И я подумала про себя: «Я могу или пойти на экономический факультет зарабатывать себе MBA, или торговать в операционном зале фондовой биржи — так чем же я хочу заниматься?» Решение было несложным.

— Почему он захотел поддержать вас как трейдера?

— Те люди, которых я уже потом сама учила или фи нансировала, всегда производили на меня впечатление своим уровнем заинтересованности. Если кто-то испы тывает к чему-то достаточно сильный интерес или стрем ление, он обычно преодолевает все препятствия. Я думаю, что на него произвел впечатление мой интерес к рынкам.

— Сколько денег он вам дал?

— В соответствии со стандартной процедурой фи нансирования одними трейдерами других мы создали товарищество, в котором я была генеральным партне ром, а он был партнером с ограниченной ответствен ностью. Он внес 25 тыс. долларов, и наше соглашение предусматривало раздел прибыли поровну.

— Как вы принимали свои торговые решения?

— Я просто покупала опционы, которые казались не дооцененными, или продавала опционы, которые каза лись переоцененными, и хеджировала эти позиции дру гими опционами или акциями.

— А вам, как новичку, не было трудно конкури ровать с более опытными брокерами, пытающимися проводить такие же сделки?

— Нет, в начале 1980-х годов рынок опционов был невероятно неэффективным. Для того чтобы делать де ньги, совсем не нужно было иметь IQ выше 100. Прора ботав лишь три месяца, я сделала примерно 25 тыс. дол ларов.

Примерно в то же время я занялась продажей колл-опционов на Cities Service, потому что эти опционы были переоценены. Почему они были переоценены? Потому что эта компания была кандидатом на поглощение.

— Вы знали об этом в то время?

— Конечно.

— Но вы знали, как учесть эту ситуацию в цене?

— Я думала, что знала. В то время акция торговалась по 32 доллара. С учетом цен, по которым я могла про дать опционы, я знала, что у меня не будет проблем до тех пор, пока цена акции не уйдет выше 55 долларов. К сожалению, о поглощении было объявлено во второй половине дня накануне истечения опционов, и акции подскочили с примерно 34 долларов до 65. Так я неждан но-негаданно узнала, как можно за ночь потерять 80 тыс. долларов.

— То есть вы сразу же потеряли всю свою прибыль и весь первоначальный капитал, да еще к тому же ока зались должны 30 тыс. долларов. Кто должен был пок рыть этот дефицит?

— Я, потому что я была генеральным партнером.

— Вы помните, что вы чувствовали в то время?

— Эмоционально все было не так уж плохо, потому что я видела, как другие трейдеры теряли гораздо больше в ситуациях, когда неожиданно происходил захват ком пании. Они смогли выжить, даже понеся убытки в не сколько миллионов долларов. По сравнению с ними мое положение было не таким уж чрезвычайным. Кроме того, я понимала, что в любом бизнесе, где можно быстро поте рять деньги, вы также можете быстро их вернуть.

— Выглядит так, как будто вы могли так вот просто от этого отмахнуться.

— Я не хотела бы, чтобы это выглядело как какое-то пустяковое переживание, потому что было очень страшно оказаться с горой долгов в возрасте двадцати двух лет. Более того, в то время у меня был еще долг в 10 тыс. долларов, оставшийся от займов на учебу в кол ледже. К счастью, я смогла найти другого человека, ко торый меня профинансировал, и все получилось просто замечательно. Этот опыт дал мне уверенность в том, что я смогу справиться с любой ситуацией, которая может возникнуть в будущем.

— **Как шли ваши дела после этого события?**

— Я стабильно делала деньги.

— **Что заставило вас отказаться от торговли в опе рационном зале и перейти к торговле из офиса?**

— В конце 1986 года, катаясь на лошади, я получила тяжелую травму. У меня были сломаны ребра, пробито легкое и вывихнуто плечо. Мне было очень больно сто ять в операционном зале на своих двоих. Впервые мне пришлось сидеть наверху и торговать через электрон ную систему. И вдруг я поняла, что это замечательно! Ведь в одно и то же время я могла видеть множество индикаторов и следить за разными рынками. Со време нем я разработала свой собственный торговый стиль для фьючерсов на S&P 500.

— **Что представляет собой ваш торговый стиль?**

— Моя ниша — краткосрочная торговля, и имен но так я зарабатываю себе на хлеб с маслом. Время от времени я провожу долгосрочные сделки, которые являются приятным дополнением. Я считаю, что с не которой долей точности можно предсказывать лишь краткосрочные колебания цены. Точность в предска зании значительно снижается по мере того, как увели чивается время прогноза. Я — убежденная сторонница теории хаоса.

(Концептуальная суть теории хаоса состоит в том, что у апериодических систем — т. е. систем, которые никогда себя точно не повторяют и поэтому никогда не находятся в стабильном состоянии, например, таких как погода или рынки — незначительные изменения начальных параметров могут приводить к огромным последствиям. Техническое название этого феномена — чувствительной зависимости от первоначальных условий — стало более известно как «эффект бабочки». Джеймс Глейк так описал это в своей замечательной книге «Хаос: создание новой науки» *(James Gleick, Chaos: Making a New Science):* «Для погоды, например, это означает ситуацию, которую полушутя называют «эффектом бабочки» — а именно ситуацию, при которой колебания воздуха, производимые крыльями бабочки сегодня в Пекине, через месяц могут превратиться в бурю в Нью-Йорке».)

Слишком много непредсказуемых вещей может произойти в течение двух месяцев. По мне, идеальная сделка длится 10 дней, но я подхожу к каждой позиции так, как будто собираюсь держать ее всего 2-3 дня.

Я также твердо верю в возможность предсказания направления цены, но не величины самого движения. Я не устанавливаю ценовые цели. Я выхожу с рынка, когда его поведение говорит мне, что пора выходить, а не основываясь на каких-то соображениях относительно того, насколько сильно изменилась цена в определенном направлении. Вы должны быть готовы брать то, что рынок дает вам. Если он дает вам не слишком много, нужно не колеблясь выходить с небольшой прибылью.

Я вкладываю много усилий в то, чтобы получать наилучшую цену входа. Я считаю, что это, пожалуй, один из наиболее сильных моих навыков. В условиях внутридневной торговли хорошая цена входа критически важна, потому что она выигрывает вам время для того, чтобы посмотреть, как отреагирует рынок. Если вы покупаете потому, что считаете, что рынок должен подскочить вверх, а он стоит на месте, вам лучше выйти. Час-

тью торгового процесса является «проба рынка». Если расчет времени входа достаточно хорош, вы не потеряете много, даже когда неправы.

Иногда лучшие сделки происходят, когда все остальные участники рынка впадают в панику. Толпа может вести себя на рынках очень глупо. Вы можете видеть, как цена колеблется вокруг равновесного уровня, прямо как растягиваемый кусок резины — если потянуть слишком сильно, он неизбежно отскочит назад. Будучи краткосрочным трейдером, я стараюсь ждать до тех пор, пока резина не растягивается до самой крайней точки.

— Как вы определяете, когда рынок достигает такой крайней точки?

— Одной из моих любимых закономерностей явля ется тенденция рынков каждые 2—4 дня перемещаться от относительных минимумов до относительных макси мумов и наоборот. Эта фигура является функцией че ловеческого поведения. Рынку требуется несколько дней роста, чтобы рост этот стал выглядеть по-настоящему привлекательным. Именно тогда все хотят покупать, и именно тогда профессионалы, подобные мне, продают. Наоборот, когда рынок в течение нескольких дней опус кается, и все пронизываются медвежьими настроения ми, наступает то время, когда я предпочитаю покупать.

Я также отслеживаю различные индикаторы. Я не думаю, что так уж важен выбор каких-то конкретных индикаторов, при условии, что вы хорошо умеете интерпретировать те индикаторы, которые используете. Лично я уделяю пристальное внимание тикам (разница между числом выпусков акций, имевших последний восходящий тик, и теми, которые имели последний нисходящий тик), TRIN (параметр, сравнивающий цену и объем повышающихся акций с соответствующими данными для понижающихся акций) и премиям по фьючерсам (премия или дисконт фьючерсов на фондовые индексы к теоретически эквивалентной цене наличного индекса).

Например, если тик находится на крайнем уровне и падает -480, -485, -490, -495 — и затем останавливается ----495, -495, -495 — и другие индикаторы, которые я наблюдаю, также показывают перепроданность, я нередко покупаю рынок. Иногда, используя этот метод, я даже покупаю самый низкий тик дня.

Я совершенно не боюсь покупать на падениях или продавать на росте. Конечно, иной раз бывает так, что рынок продолжает двигаться в прежнем направлении, и я сразу же теряю на S&P 500 целый пункт или более. Однако после этого рынок нередко отскакивает назад достаточно, чтобы я могла выйти практически без потерь. Вероятно, моим главным правилом является следующее: не пытайся сделать прибыль на плохой сделке, просто старайся найти наилучшее место для выхода.

—То есть когда у вас плохая сделка, вы не отказываетесь от нее немедленно.

— Совершенно верно. Я нахожу, что обычно могу выйти по лучшей цене, если проявлю немного терпения, поскольку причина, по которой я открыла сделку изначально, заключалась в том, что рынок был настолько смещен с точки равновесия, что обратное движение казалось неизбежным. Если я выхожу с рынка, мне легко на него вернуться. Если во второй раз приходится покупать по более высокой цене, я просто рассматриваю это как совершенно новую сделку.

— Когда вы создали свой домашний торговый офис?

— Примерно через три месяца после того, как ушла из операционного зала.

— После того, как вы провели несколько лет в операционном зале в окружении людей, не было ли вам трудно приспособиться к изоляции при торговле из дома?

— В течение первых четырех лет работа вне операци онного зала была делом просто замечательным — никто тебя не отвлекает и не мешает своими мнениями. Но в последний год эта изоляция стала по-настоящему меня беспокоить. Мне стало одиноко. Я попыталась в течение дня разговаривать с другими трейдерами по телефону, но увидела, что это отвлекает меня и снижает произ водительность. Я также попыталась создать торговый офис вместе с другим трейдером, что какое-то время было очень здорово — до тех пор, пока он не уехал, что бы открыть торговую фирму в Нью-Йорке. Я попыта лась нанять помощника, но это не помогло мне улуч шить результаты.

Теперь я стараюсь справляться с изоляцией, планируя проекты вне рамок торгового дня с тем, чтобы участвовать в жизни внешнего мира. Я являюсь членом Ассоциации технических аналитиков рынка и стараюсь посещать каждое ее собрание. Я также работаю с программистом по разработке нейросетевых торговых индикаторов, которые я теперь использую как инструмент для рынка. (Ключевой характеристикой нейросетевых программ является то, что они не статичны, наоборот, они развиваются по мере того, как «учатся» на данных.) Этот проект привел также к множеству телефонных разговоров с другими людьми в различных уголках страны, работающими над применением нейросетей в торговле.

Я признаю тот факт, что изоляция стала проблемой, и продолжаю пытаться найти различные решения. Я думаю, что, в конце концов, снова вернусь к идее совместного использования офиса вместе с одним-двумя трейдерами.

— Поскольку вы начинали как трейдер фьючерсов на фондовые индексы, мне любопытно узнать, как вы пережили невероятный крах октября 1987 года?

— По иронии судьбы, я прекратила торговать при мерно за месяц до краха. У меня к тому моменту был фе номенально хороший год, я сделала более полумиллиона

долларов, что почти вдвое превышало достижения предыдущего года. Я поверить не могла, до чего же хорошо шли мои дела. Я смогла поймать все главные колебания рынка. У меня было чувство, что все было слишком хорошо, и мне не следует больше испытывать судьбу. Одновременно у меня появилась возможность поучиться у тренера лошадей, с которым я работала. Я решила, что будет неплохо сделать перерыв в торговле.

— Значит, вы не работали на рынке в то время, ког да произошел крах октября 1987 года?

— Не совсем. В начале той недели у меня не было от крытых позиций. Однако в течение периода, когда я пре кратила торговать, я каждое утро звонила мужу (он ра ботает маркет-мейкером на Филадельфийской фондовой бирже), чтобы узнать, что происходит на рынках. Когда в то утро я позвонила ему из конюшни, он сказал: «Тебе лучше вернуться домой и посмотреть, что происходит. Все мировые рынки обрушились и, похоже, Доу-Джонс откроется с понижением на 200 пунктов!» Когда я услыша ла об этом, то подумала про себя: «Но это же замечатель но, это возможность для покупки, которую я так ждала». Я примчалась домой и включила новости. Все говорили о панике, панике, панике. И я, глупая старая контрарианка, подумала: «Потрясающе! Посмотрим, на какой глубине мы сможем вскрыть рынок». Как вы помните, в течение всего дня рынок все падал и падал, и мне приходилось си лой удерживать себя от покупки. Наконец, в конце дня я уже не могла больше ждать. Я купила один фьючерсный контракт S&P 500. В последний час торгов я продолжала покупать, а рынок все двигался вниз. К концу дня у меня была длинная позиция по десяти контрактам.

— Когда рынок закрылся, у вас был убыток по ито гам дня?

— Конечно. Рынок закрылся вблизи минимумов. Я была в убытке примерно на 100 тыс. долларов.

— Это вас беспокоило?

— Нет, не особенно. Конечно, я немножко пережива ла, что у меня не хватило терпения, потому что, если бы я подождала, то смогла бы получить лучшую среднюю цену. Однако я не очень-то была озабочена первона чальным убытком по этой позиции. Фьючерсный рынок имел такой огромный дисконт относительно фондового индекса, что я была уверена в том, что на следующий день он откроется с повышением, что и произошло.

— Вы вышли на более высоком открытии?

— Я зафиксировала прибыль только по части пози ции. Я собиралась подержать часть длинной позиции еще несколько дней. Я подумала, что раз мы наблюдаем такой уровень глупости на рынке, когда люди практи чески выбрасывают акции, имеющие реальную стои мость, то именно здесь и должна быть точка истощения продажи. Приведу один пример. Помню, когда я впер вые вышла в операционный зал Филадельфийской фон довой биржи, акции Salomon Brothers продавались по 32 доллара. В конечном счете они повысились до более 60 долларов. А здесь, в день краха, они упали до 22 долла ров. Мне казалось смешным, что люди так оценивают эти акции.

— Судя по вашим словам, вы совершенно отброси ли панику, охватившую рынки в ту неделю?

— Не думаю, что я недооценивала риск сделки, когда купила в день краха те десять фьючерсов S&P. Однако в ретроспективе я, конечно, проявила наивность, веря в то, что рынки, клиринговые фирмы и банки продол жат функционировать. Потом, когда я осознала, что если бы Федеральная резервная система вела себя менее агрессивно, то моя клиринговая фирма вместе со мно гими другими могла обанкротиться, и при этом пропал бы весь мой капитал, находившийся у них на счете, это меня сильно потрясло.

— А вы никогда не переживаете, когда терпите убыток?

— Абсолютно нет. Я никогда не печалилась из-за убытков, потому что всегда знала, что смогу все отыг рать. Я всегда знала, что вне зависимости от того, что произойдет, я всегда смогу выйти на любой рынок с лю бой суммой денег и заработать себе на жизнь.

— Не могли бы вы описать ошибки, совершенные вами в торговой карьере, которые послужили вам уроками?

—Моей личной слабостью всегда было преждевременное открытие позиции. Пословица гласит: «Именно пионеры получают стрелы в спину». И я научилась говорить про себя: «Терпение, терпение, терпение». Теперь я всегда стараюсь дождаться идеального момента для открытия позиции. Затем, когда я готова открыть сделку, то, прежде чем снять телефонную трубку, медленно считаю до десяти. Лучше иметь плохую идею и хороший выбор времени, чем правильную идею и плохой выбор времени.

Кроме того, я часто совершала ошибку, участвуя одновременно на слишком многих рынках, что приводило к небрежной торговле. Я также нашла, что самые большие убытки приносят самые маленькие позиции, потому что на них как-то не обращаешь внимания. Естественно быть внимательным и осторожным по отношению к большой позиции, а что касается маленьких позиций, то очень легко попасть в ловушку пренебрежения. Понимание этой ловушки заставило меня вести себя с такими позициями более осторожно.

Я понимаю, что я всего лишь человек и всегда буду делать ошибки. Я просто стараюсь делать их не так часто, понимать их быстрее и исправлять немедленно!

— Какой процент ваших сделок приносит при быль?

— Примерно 70%.

— А ваша средняя выигрышная сделка больше, чем средняя проигрышная сделка?

— По краткосрочным сделкам средний выигрыш в пересчете на контракт составляет примерно 450 долла ров (эта цифра будет выше, если я включу долгосрочные сделки), а средний убыток составляет чуть больше 200 долларов.

— Поскольку и процентная доля, и средняя вели чина ваших выигрышных сделок превосходят проиг рышные сделки с отношением два к одному, похоже, вы завершаете с прибылью каждый месяц.

— Каждый месяц! Моя философия заключается в том, чтобы заканчивать с прибылью каждый день. Конечно, мне не всегда удается достигать этого, но именно такова моя цель. Я заканчиваю с прибылью почти каждую неделю. Помните, что я занимаюсь этим, чтобы зарабатывать себе на жизнь, и использую я свои собственные деньги. Я вы соко ценю тот факт, что научилась торговле как ремеслу. И как любое ремесло, как игра на фортепиано, совершенс тво может быть неуловимым—я никогда не смогу сыграть вещь идеально, и я никогда не смогу покупать точно на дне и продавать на вершине — но можно достичь некоторого постоянства, если вы практикуетесь каждый день.

— Насколько я понимаю, отчасти ваши успехи мож но объяснить тщательностью, с которой вы следите за рынками. Когда вы ранее описывали свою торговлю, у меня сложилось впечатление, что вы отслеживаете рынок тик за тиком. Насколько я понимаю, такой под ход должен ограничивать число рынков, которыми вы торгуете. Сколько рынков вы отслеживаете одновре менно?

— По-разному. Я анализирую двадцать рынков. Но одновременно я торгую не более чем на шести рынках. В идеале я хотела бы торговать на каждом рынке каждый день, но я знаю, что это физически невозможно.

— А вы не можете обучить помощников, чтобы они применяли вашу методологию на рынках, которые вы не можете контролировать?

— Я пыталась это сделать. Я наняла и учила челове ка целый год. Это была во всех отношениях милейшая личность. Любая организация была бы горда иметь его в качестве своего служащего. Он был исключительно тру долюбив и лоялен. И у него была прекрасная физическая форма — он хорошо питался и каждый день занимался каратэ. В эмоциональном отношении он был настолько уравновешен, что я никогда не видела, чтобы он на кого-то рассердился.

Я вложила в его подготовку много времени и сил. Я даже сделала ему отдельный счет, поскольку думала, что научиться торговать можно только на практике. К сожалению, ничего не получилось.

— Почему?

— У него, похоже, не было никакой страсти к тор говле. Он не мог решиться на сделку. Я думаю, ему не нравилась идея идти на риск. *(Линда описывает типич ный разговор со своим помощником.)* «О'кей, Стив, какой у тебя сегодня план игры?» «Сегодня я думаю купить пшеницу», — говорит он, объясняя причины для этой сделки. «Замечательно», — говорю я, пытаясь его под бодрить. В конце дня спрашиваю его: «Ну как, купил пшеницу?» «Нет», — отвечает он. «Ну, а что же ты тогда делал?» «Смотрел, как цена растет». (Яри *этом воспоми нании она от души смеется.)*

— Как вы думаете, почему вы добились такого успе ха в роли трейдера?

— Я думаю, что самым важным навыком является способность видеть на рынке закономерности. Я ду маю, что эта способность узнавания закономерностей, вероятно, связана с моей глубокой любовью к музыке. В возрасте от 5 лет до 21 года я каждый день по несколь-

ко часов занималась на фортепиано. В колледже я выбрала два основных курса — экономику и музыкальную композицию. Музыкальные ноты — это те же символы и закономерности. То, что я каждый день часами сидела, разбирая ноты, вероятно, помогло развитию той части моего мозга, которая отвечает за узнавание закономерностей. Кроме того, практика на инструменте по несколько часов в день помогает вырабатывать дисциплину и концентрацию — два навыка, очень полезные для трейдера.

— Не могли ли бы вы подробнее рассказать о параллелях между музыкой и рынками?

— Музыкальное произведение имеет определенную структуру: есть повторяющиеся пассажи с вариациями. Аналогичным образом на рынках тоже есть пассажи, которые повторяются с некоторыми изменениями. Музыкальные произведения имеют спокойные интерлюдии, развитие темы и постепенное крещендо к кульминации. На рынке такие фазы называются консолидацией цены, основными трендами и ускоряющимися движениями цены к важным вершинам или минимумам. Нужно иметь терпение, чтобы слушать, как развивается музыкальное произведение, и терпение, чтобы дождаться, пока сформируется сделка. Вы можете практиковаться, практиковаться, практиковаться, но никогда не сможете проиграть музыкальное произведение идеально. Так же вы никогда не сможете купить на минимуме или продать на максимуме. Но вы можете сыграть произведение (или сделку) лучше, чем это было раньше. И в музыке, и в торговле вы достигаете большего, когда вы спокойны, и на обоих поприщах вы должны идти по течению.

Последняя аналогия может объяснить тип торговли, к которому я имею склонность. Вы должны обладать способностью читать отдельные ноты и разучивать музыкальное произведение шаг за шагом, прежде чем сможете сыграть всю вещь от начала до конца. Вероятно, по-

этому я трачу больше энергии на краткосрочные сделки, а не на анализ долгосрочной картины.

— На свете так мало профессиональных женщин-трейдеров. Как вы думаете, есть какие-то препятствия, мешающие женщинам работать в этой области?

— Иногда я чувствовала, что должна работать вдвое упорнее, чтобы заслужить уважение, или чтобы ко мне относились всерьез. Но, честно говоря, это восприятие, вероятно, основывалось скорее на моих собственных убеждениях, чем на реальности. В ретроспективе я не думаю, что мое женское естество мешало мне по-насто ящему. Собственно говоря, иногда казалось, что люди шли дальше, чтобы помочь мне, возможно, именно по тому, что на свете так мало женщин-трейдеров.

Конечно, в отрасли могут быть какие-то ниши, где женщины сталкиваются с препятствиями—например, в крупных нью-йоркских институциональных фирмах и банках. Я знаю женщин, которые считают, что сексизм помешал им получить работу в торговом отделе, но, опять же, я лично с такими трудностями никогда не сталкивалась.

Я бы настоятельно порекомендовала женщинам, уверенным, что они могут стать трейдерами, предпринять такую попытку. Нет никакой причины для того, чтобы женщины испытывали страх дискриминации. Торговля больше чем любое другое поле деятельности судится по результатам. Люди смотрят на цифры, демонстрирующие вашу результативность. Им все равно, мужчина вы или женщина. Если у вас получается хорошо, вам окажут финансовую поддержку. И наоборот, если вы как трейдер некомпетентны, то, что вы мужчина, совершенно вам не поможет.

У женщин в роли трейдеров могут быть также врожденные преимущества перед мужчинами. Например, у женщин меньше склонность использовать торговлю, чтобы утвердить свое «я». Они не склонны открывать большие позиции с намерением испытать чувство

власти над движением рынка. Эта склонность, по моим наблюдениям, привела к финансовому краху ряда трейдеров-мужчин. Даже самые выдающиеся женщины-трейдеры, которых я знаю, обладают очень скромным, сдержанным стилем торговли.

— Есть ли какие-либо еще различия между трейде рами-женщинами и трейдерами-мужчинами?

— Женщины могут быть более интуитивны. Я оп ределенно считаю, что могу видеть фигуры, которые другим людям не видны, но не знаю, является ли при чиной этого то, что я женщина. Думаю, что для женщи ны подчас более приемлемо полагаться на интуицию, чем для мужчины, а интуиция, безусловно, участвует в торговле. Например, когда я смотрю на котировки, я никогда не говорю что-нибудь вроде: «О, рынок пони зился точно на 62%, и я должна здесь купить». Вместо этого я могу подумать: «Похоже, что мы скорректировались достаточно, и цена перестала идти вниз. Пожа луй, стоит купить».

— В нашем телефонном разговоре вы упомянули, что поделились своими торговыми методами с други ми трейдерами. Вас не беспокоило то, что раскрытие вашего подхода может уничтожить его эффективность, когда пользоваться им начнут другие люди?

— Я искренне считаю, что могу раздать все свои сек реты, и ничего от этого не изменится. Большинство лю дей не могут контролировать свои эмоции или следовать системе. Кроме того, большинство трейдеров не будут следовать моим системам, даже если я дам им пошаго вые инструкции, потому что мой подход покажется им неправильным. Используя мои торговые методы, они не будут испытывать такой же уверенности или удобства, как я. Но разговора ради предположим, что демонстра ция моих методов другим трейдерам, в конечном счете, привела к изменению закономерностей, которые я ис-

пользую. Если эти закономерности изменятся, появятся новые, и я уверена, что смогу их найти.

— Какие советы хотели бы вы дать начинающим трейдерам?

— Нужно понять, что изучение рынков может занять годы. Погрузитесь с головой в мир торговли и откажитесь от всего остального. Постарайтесь как можно больше общаться с другими преуспевающими трейдерами. Подумайте над возможностью поработать на одного из них бесплатно.

Начните с поиска своей ниши и специализации. Выберите один рынок или систему и изучите их вдоль и поперек, прежде чем расширять свое поле зрения. Мое любимое упражнение для начинающих трейдеров заключается в следующем. Выберите один рынок. Не глядя на внутридневной график, записывайте цены каждые пять минут от открытия до закрытия. Делайте так в течение целой недели. Настройтесь на движение рынка. Где находятся уровни поддержки и сопротивления? Как ведет себя цена, когда достигает этих уровней? Что происходит во время последнего получаса торговли? Как долго продолжается каждое внутридневное движение цены? Вы не поверите, как много сможете узнать с помощью этого упражнения.

Никогда не бойтесь рынков. Никогда не бойтесь совершить ошибку. Если вы совершаете ошибку, не усложняйте положение, пытаясь хеджировать позицию — просто выходите.

Постоянно активно работайте на рынке. Не сидите просто пассивно перед монитором или глазея на графики. Заметьте, сколь многие ветераны, преуспевавшие в течение многих лет, в течение дня по-прежнему вручную строят свои собственные графики типа крестики-нолики. Они день за днем выполняют одну и ту же рутину. Разработайте свою собственную рутину, позволяющую вам записывать периодические параметры рынка.

Не жадничайте. Ничего страшного, если вы потеряете немного денег. Если вы не можете войти по благоприятной цене, забудьте об этой сделке и начинайте искать следующую.

Наконец, помните, что трейдер — это человек, который сам выполняют всю свою работу, имеет свой собственный план игры и принимает свои собственные решения. Только действуя и мысля независимо трейдер может понять, когда сделка не срабатывает. Если вы когда-либо испытываете искушение узнать чье-то мнение о сделке, это обычно верный признак того, что вам следует закрывать свою позицию.

— Каковы ваши цели?

— Нет большего удовлетворения, чем хорошо сыг ранное произведение, независимо от того, что выступает в роли инструмента: фортепиано или рынки. Я измеряю свой успех не в долларах, а своим умением предсказы вать поведение рынка — т. е. насколько близко могу я выбрать точки входа и выхода во время поворотов рын ка. Я считаю, что могу выйти на любой рынок, имея лишь экран с котировками, и превзойти по результатам 98% остальных трейдеров. В течение следующих деся ти лет я хотела бы значительно увеличить размер своей торговой позиции. Я искренне верю, что смогу стать од ним из лучших трейдеров нашего времени.

Безусловно, одной из основных общих характеристик, которые я находил у великих трейдеров, является почти непреодолимое чувство уверенности в своей способности преуспеть. Линда Рашке олицетворяет такую уверенность так же, как и любой другой трейдер, которого я проинтервьюировал. У меня нет ни малейшего сомнения в том, что она может с минимальными средствами начать работать на любом рынке и добиться успеха. Она искренне верит, что станет одним из величайших трейдеров в истории, и я, безусловно, не стал бы с ней в этом спорить.

Испытывают ли такие трейдеры, как Рашке, уверенность, потому что они преуспевают, или же они преуспевают, потому что испытывают уверенность? Очевидно, что эти факторы сильно связаны между собой. Однако главным является то, что одним из необходимых элементов для выдающихся достижений в роли трейдера, как, вероятно, и во многих других делах, является исключительная уверенность в себе.

Время от времени то или иное интервью заставляет меня переоценивать свой взгляд на вещи. Я долгое время считал, что рынки можно предсказывать на длительную перспективу, но что краткосрочные движения цены главным образом случайны. Рашке придерживается прямо противоположной точки зрения. Она считает, что на рынках, как и при предсказании погоды, краткосрочные прогнозы могут быть довольно точными, а долгосрочное прогнозирование практически невозможно. С учетом способности видеть фигуры, которые незаметны для других, она способна торговать на краткосрочных ценовых колебаниях с результативностью, которая опровергала бы законы вероятности, если движения цен действительно были бы случайными. Рашке заставила меня поверить в то, что существуют предсказуемые модели поведения цены даже в течение таких коротких периодов, как несколько дней или даже один день.

Рашке напоминает нам, что трейдеры — это люди, самостоятельно выполняющие свою работу и принимающие свои собственные решения. Одним особенно глубоким соображением, сделанным Рашке, является то, что искушение узнать мнение других людей о сделке является верным признаком того, что сделку следует ликвидировать.

Характеристики, называемые Линдой Брэдфорд Рашке необходимыми для того, чтобы стать хорошим трейдером, включают страсть к торговле, самостоятельность в разработке торговых идей и принятии торговых

решений, готовность идти на риск, способность немедленно исправлять ошибки (потому что они неизбежны) и терпение, терпение, терпение.

ЧАСТЬ 6

Денежные машины

CRT

ТОРГОВАЯ МАШИНА

"О ы, ребята, делаете деньги каждый день», — сказал >> -Оброкер операционного зала биржи Марку Ричи *(Mark Ritchie),* ссылаясь на CRT *(Chicago Research and Trading).* В голосе его звучала смесь зависти, отвращения и восхищения. У него на руках была длинная позиция, а рынок как раз ушел против него до нисходящего лимита, как это бывает во время тех периодических болезненных неудач, которых не может избежать ни один даже самый преуспевающий трейдер. Удивительно, однако, то, что этот расстроенный брокер преувеличивал лишь чуть-чуть. CRT, может быть, каждый день денег и не делала, но сводила с прибылью практически каждый месяц, если не каждую неделю. Вдумайтесь в это!

История CRT — одна из самых невероятных в инвестиционном мире. Всего пятнадцать лет назад Джо Ричи (брат Марка), основатель и главная движущая сила фирмы, был настолько беден, что ему пришлось попросить взаймы у брата его дешевый костюм для того, чтобы посетить Чикагскую торговую биржу. Сегодня Джо — глава трейдинговой компании, в которой работают 800 служащих, включая первичного дилера государственных ценных бумаг, и которая, по оценке, принесла торговой прибыли почти на один миллиард долларов. Суммарный торговый оборот фирмы за время ее существова-

ния, по оценке Джо Ричи *(Joe Ritchie),* составил более 10 триллионов долларов (именно триллионов, т. е. цифр, используемых для описания суммарного государственного долга США — речь здесь идет о действительно больших числах).

CRT не достигает каких-то отдельных сверхвысоких выигрышей. Она занимается извлечением скромной прибыли из множества возможностей, постоянно возникающих из-за незначительной неэффективности рынка. Может быть, опционы на одной бирже оценены чуть выше, чем эквивалентные опционы на другой бирже? Если так, CRT использует свои передовые возможности получения информации и исполнения ордеров для покупки дешевого опциона и продажи дорогого. Может быть, опционы на данном рынке имеют лучший профиль риска/вознаграждения, чем базовый рынок? Или наоборот? Если существует такое расхождение, CRT продает одну позицию и покупает другую. Существуют в буквальном смысле сотни, если не тысячи вариаций на эту тему.

CRT постоянно отслеживает приблизительно 75 различных рынков, торгуемых на 19 биржах мира, используя изощренные торговые модели, молниеносно сообщающие о том, какие финансовые инструменты относительно недооценены, а какие переоценены. Другие модели постоянно оценивают чистый риск всех позиций фирмы, ставя своей целью снижение общего риска настолько, чтобы максимально возможно приблизить его к нулю. Используя эти небольшие возможности получения прибыли и сводя чистый риск к минимуму, CRT ближе, чем какая-либо другая фирма, приблизилась к статусу успешной торговой машины.

Как же работает CRT? Компьютерная модель ежедневно рассчитывает оптимальные цены покупки и продажи по каждому опционному контракту для каждого рынка. Брокеры операционного зала получают таблицы с вычисленными ценами и затем имеют право заключать сделки по этим ценам. Методика вычислений учитыва-

ет не только принципы ценообразования опционных контрактов, но также и то, как опцион соотносится с общей позицией фирмы. Например, если покупка данного опциона помогает приблизить чистый риск фирмьд к нулю, то указанная цена покупки для этого опциона может быть смещена вверх по сравнению с теоретической справедливой ценой.

Трейдерам операционного зала помогает группа трейдеров, сидящих в офисе этажом выше. Эта группа использует компьютерные модели для того, чтобы следить за влиянием на стоимость опционов колебаний цен и постоянно изменяющего портфеля фирмы. Офисные трейдеры передают трейдерам операционного зала постоянный поток обновленной информации. Во время особенно волатильных торговых сессий курьеры могут передавать трейдерам операционного зала обновленные результаты вычислений до двадцати раз в день.

Когда трейдер операционного зала проводит опционную сделку, он немедленно компенсирует вновь открытую позицию эквивалентной противоположной сделкой на соответствующем базовом рынке. Например, если трейдер продает колл-опционы по казначейским облигациям, он купит на эквивалентную сумму фьючерсы на казначейские облигации чтобы сбалансировать позицию. Это хеджирование осуществляется мгновенно. Как только трейдер операционного зала регистрирует опционную сделку, он подает сигнал арбитражному клерку, стоящему на верхней ступеньке ямы фьючерсов облигаций, находящейся в пятнадцати метрах. В течение одной-двух секунд трейдер фьючерсами размещает компенсирующий ордер, и сделка готова.

Этот первоначальный хедж, размещаемый на базовом рынке, практически сводит на нет любой сколько-нибудь значительный краткосрочный риск по данной позиции. Однако если цены на рынке существенно изменятся, позиция станет несбалансированной. Как только первоначальная сделка и компенсирующий ее хедж

регистрируются, ответственность за управление позицией передается наверх менеджеру, управляющему позициями. Задача этого менеджера состоит в том, чтобы предельно уменьшать риск постоянно меняющегося портфеля фирмы. CRT настолько строго относится к управлению риском, что даже имеет запасную группу управления риском. Эта запасная группа служит гарантией того, что фирма всегда будет готова справиться даже с самыми чрезвычайными торговыми событиями (такими, например, как крах фондового рынка в октябре 1987 года или огромные движения цен, вызванные началом войны в Персидском заливе).

Сложность отслеживания позиций, размещаемых сотнями трейдеров, переоценки тысяч взаимоотношений между разнообразными рыночными инструментами, торгуемыми в самых разных частях света, и ежеминутного контроля за суммарным риском портфеля требует колоссальной компьютерной поддержки. В CRT почти целый этаж здания фирмы отведен под компьютеры, есть специальные отделы по разработке нового программного обеспечения. Фирма имеет даже собственное подразделение по ремонту компьютерной техники.

Компьютерные программы CRT в высшей степени сложны. Прилагаются все усилия, чтобы перевести данные в графическую форму отображения, так как человеческий ум воспринимает информацию значительно легче, если она подается в визуальной форме. Новое поколение программного обеспечения CRT, которое находилось в завершающей стадии разработки, когда я посетил эту компанию, предлагает объемные образы. Эти компьютерные образы позволят трейдерам в реальном времени видеть позицию фирмы по опционному рынку, показывая на одной картине и диапазон цен исполнения, и диапазон дат истечения, причем для представления отдельных позиций используются различные цвета.

Если оставить всю эту высокую технологию в стороне и спросить любого человека в CRT об источнике успе-

ха фирмы, все будут говорить вам, что ключом является командная работа. Это может показаться несколько сентиментальным, но это, очевидно, абсолютно необходимый элемент философии CRT. Либо вы принимаете эту философию, либо вы находитесь не на своем месте. Эгоцентричным независимым трейдерам, вне зависимости от того, насколько они талантливы, лучше сюда за работой не обращаться.

Вот как один бывший трейдер CRT в операционном зале (который теперь занимается другой работой) описывает преимущества командного подхода CRT в сравнении с ситуацией, существующей в большинстве других фирм.

«Если вы уверены, что ваш начальник не будет вас ни в чем винить, жизнь становится гораздо легче. Работая в операционном зале, я часто видел крикливые стычки между людьми, пытающимися спихнуть ответственность друг на друга. Брокер винит во всем клерка, клерк винит человека на другом конце телефонного провода, а тот, в свою очередь, обвиняет во всем клиента. Такого со мной не случалось никогда. Когда ко мне попадал ордер на пятьсот лотов, я знал, что сразу же могу сам принять решение исполнить его, в то время как многие другие трейдеры фирм-конкурентов должны были сначала позвонить в офис и получить разрешение на любую сделку, объем которой превышал пятьдесят лотов».

Вот слова другого трейдера CRT:

«У наших конкурентов есть трейдеры, которые в день истечения в качестве поощрения вручают клерку 100-долларовую купюру. Мне не нужно скармливать клерку 100 долларов. Я даю ему понять, что верю в него, и что компания его ценит. И если я внушу ему эти чувства, мой клерк обслужит меня лучше, чем другого брокера обслужит его клерк, получивший 100 долларов».

Философия командной работы распространяется также на компенсацию. Вот как описывает это один из служащих компании: «Джо по-настоящему хочет де-

литься прибылью. Вместо того чтобы измышлять, как постараться не доплатить людям так, чтобы это сошло ему с рук, он больше беспокоится о том, как справедливее разделить прибыль».

В качестве предварительного знакомства с CRT Марк Ричи провел меня через главный торговый зал. Рабочие места казались очень привлекательными и удобными. Однако что-то было не так. Я вспомнил детские головоломки с надписью «Что неправильно на этой картинке?» Когда мы проходили мимо секретарей, Марку сказали, что его просят к телефону. Пока он разговаривал по телефону, до меня, наконец, дошло, что же было не так. В торговом зале было тихо! Я хочу сказать, что можно было подумать, будто мы находимся в большой юридической фирме. Здесь совершенно не было криков, беспорядка, суеты, волнения, стресса, радости, сквернословия и других самых разнообразных шумов и эмоций, которыми обычно полон каждый торговый зал.

Помимо исключительной тишины, в которой планируются, отслеживаются и исполняются сделки, CRT не похожа на другие фирмы и во многих других отношениях. Здесь нет костюмов и галстуков, если, конечно, вы сами не хотите носить такую одежду. В основном преобладают джинсы и спортивные рубашки. В центре торгового зала расположен небольшой кафетерий, в котором могут питаться все сотрудники — а еда здесь домашнего приготовления, не то, что обычный ассортимент кафе. Здесь же, в торговом зале, есть зона отдыха. Опять же, очень не похоже на типичную трейдинговую фирму.

Следующие две главы содержат интервью с двумя из четырех основателей CRT: Марком Ричи и Джо Ричи. Марк фактически отошел от CRT много лет назад, предпочитая торговать на свой собственный счет, не обремененный дополнительными управленческими обязанностями. Однако участие Джо в работе CRT остается значительным. Он по-прежнему является главной творческой и руководящей силой фирмы, хотя его

обязанности по повседневному управлению были переданы команде старших менеджеров. Хотя Марк больше не занимается делами CRT активно, его интервью идет первым, в соответствии с порядком, в котором были записаны эти беседы.

МАРКРИЧИ

БОГ НА БИРЖЕ

Подзаголовок этой главы взят из автобиографии Марка Ричи, представляющей собой весьма необычную смесь духовных откровений, экзотического опыта и торговых историй. Это, конечно, не означает, что Ричи думает, будто он обладает каким-то божественным торговым мастерством. Напротив, заглавие это раскрывает убеждение Ричи в том, что Господь всегда присутствует в его жизни.

Трудно представить себе образование, более далекое от торговли — Марк Ричи учился в духовной семинарии (нет, молиться о торговой прибыли совершенно бесполезно). Во время учебы он едва сводил концы с концами, берясь за самую разнообразную подработку, такую как работа тюремным надзирателем (в ночную смену) и водителем грузовика. В те дни он был так беден, что когда водил грузовик, иной раз не мог даже позволить себе заполнить бак. Марк сразу же пристрастился к торговле, когда вместе с братом Джо посетил Чикагскую торговую биржу.

Марк провел большую часть своей торговой карьеры в операционном зале Чикагской торговой биржи, специализируясь на торговле соей (подробнее об этом в интервью). Хотя в роли трейдера операционного зала ему всегда сопутствовал успех, примерно пять лет назад он решил попробовать торговать из офиса.

Поняв, что такая торговля совершенно отличается от той торговли, к которой он привык, Марк Ричи посвятил себя изучению всевозможных торговых стратегий. В первый год пришлось довольно тяжело, потому что неопытность завела его в целый ряд тупиков. Несмотря на эти первоначальные трудности, торговля вне зала оказалась для него чрезвычайно успешной. Его торговый счет, начатый в 1987 году с 1 миллиона долларов, в течение последующих четырех лет регистрировал среднегодовую прибыль в 50%.

Интересы Ричи простираются значительно дальше мира торговли. В последние годы он активно участвует в филантропической деятельности с целью оказания помощи примитивному племени, живущему в бассейне Амазонки. Его участие не ограничивается только лишь денежными пожертвованиями. Он также несколько раз подолгу жил среди людей этого племени. Ричи недавно завершил рукопись под названием «Жертва иллюзии» *(Victim of Delusion),* в которую вошел ряд рассказов, описывающих жизнь с точки зрения индейцев.

Мой первый контакт с Марком Ричи состоялся, когда он прислал мне свою книгу «Бог на бирже» *(God in the Pits) с* дарственной надписью, в которой содержался приятный отзыв о моей первой книге. Я ответил письмом, и так завязалась наша переписка. Однако катализатором для нашей первой встречи послужила моя работа над данной книгой интервью. Я нашел Марка Ричи очень приятным, скромным и искренним человеком. Интервью были проведены в течение нескольких встреч в офисе CRT.

— Думаю, вы идеально подходите, чтобы адресовать вам этот вопрос, ибо в жизни своей вы совместили биржевую торговлю (значительная часть которой прошла в операционном зале биржи) с явно глубоким чувством этики. В последние время об этике брокеров операционных залов бирж писалось и говорилось не-

мало, особенно в связи с недавним проведением ФБР секретной операции на Чикагской фьючерсной бирже. О чем здесь идет речь? О небольших чужеродных элементах, которые существуют в любой отрасли, или же искушение большими денежными суммами привело к более серьезной проблеме бесчестности? Не будем, разумеется, называть никакие имена.

— Если бы я и упомянул какие-то имена, я знаю, что вы не стали бы их публиковать. Да и как бы вы могли это сделать? *(Смеется.)* Нелегкое вы устроили мне начало...

Ситуация радикально меняется от рынка к рынку. Каждый рынок практически представляет собой самостоятельную культуру. Рынок имеет свою собственную индивидуальность. Когда-то я проводил 90% своего времени на бирже, торгуя соевой мукой, и трейдеры там — одни из милейших и честнейших людей, которых я знал в своей жизни. В некотором смысле вы должны быть ужасно честным, чтобы работать в этом бизнесе, где огромные сделки проводятся по кивку головой. При всем этом, однако, существуют гигантские возможности для обмана. Однако не думаю, что в этом бизнесе происходит больше обмана, чем, скажем, среди водопроводчиков или юристов.

— Вот это реклама! Она напоминает мне вывеску, которую я увидел как-то в одном сельском магазине. На ней стояли простые слова: «Честный юрист».

— (Со *смехом.)* Должно быть, они сделали всего одну, да и ту до сих пор продают. Место жуликам найдется в любой отрасли. Вспомните о наших шутках в адрес бес честных политиков. Думаю, что в нашем бизнесе, веро ятно, такая же доля бесчестных людей, как и в любом другом. Разница, однако, в том, как вознаграждается бесчестное поведение. На биржах есть люди, которые исполняют ордера бесплатно, просто ради возможнос ти провернуть побольше сделок. Мне говорили, что есть брокеры, которые даже платят за исполнение ордеров.

Брокер, рассказавший мне об этом, сказал, что конфликт интересов между торговлей на свой собственный счет и исполнением ордеров клиентов настолько велик, что он смог спать по ночам спокойно только после того, как вообще отказался принимать какие-либо клиентские ордера.

— Что вы думаете о подставной операции ФБР? Действительно ли она вскрыла реальную проблему, или дело было слишком раздуто?

— Думаю, что все честные люди в этом бизнесе были благодарны за то, что что-то, наконец, было сделано. На протяжении многих лет я говорил, что если мы сами не очистим наш бизнес, кто-то сделает это за нас, и резуль тат нам не понравится. Вместо скальпеля они, вероятно, используют бензопилу.

— Давайте сменим тему. Какой, по вашей оценке, процент людей, приходящих в операционный зал биржи сделать состояние, действительно добивается успеха?

— Ну, не знаю. Могу только попробовать угадать. Скажем, примерно у 10% дела идут хорошо, а у 1% — очень хорошо. Но это лишь грубая оценка. Я готов со гласиться с любыми другими процентами.

— Это относительно невысокая доля успеха. Что, по вашему мнению, является главной причиной того, что многие люди терпят неудачу?

— Многие из людей, занимающихся этим бизне сом и подающих себя как преуспевающих деятелей, на самом деле неудачники. Я конкретно знаю одного человека, который по сей день пишет статьи в финан совые издания и часто цитируется в прессе. Однако он практически ничего не понимает в успешной торговле. Как-то раз я держал позицию по волатильному спрэду процентных ставок. Сделка шла против меня, и я вол-

новался за эту позицию. Так вот, этот самый трейдер держал такую же позицию и, похоже, ужасно беспокоился. «Как вы думаете, моя позиция не слишком велика?» — спросил он меня. Я спросил у него, каков размер его счета и сколько контрактов он купил. «У меня на счету 25 тыс. долларов, — сказал он, — и я не могу позволить себе потерять их, а на руках у меня позиция в пятьдесят контрактов». Я разинул рот от удивления. У меня на счету был примерно миллион долларов, а позиция была лишь вдвое больше, чем у него. Но и в этой ситуации я не находил себе покоя. «Слишком велика? Правильнее было бы сказать, что ваша позиция катастрофически велика», — ответил я. Тогда он закрывает половину своей позиции и говорит: «Но теперь-то у меня все в порядке?» «Нет, у вас не все в порядке, — сказал я. — Вы еще даже не начали исправлять ситуацию». Говорить с таким человеком бесполезно. Я, помнится, сказал людям, исполнявшим его ордера, что он — ходячая бомба с часовым механизмом.

— В конце концов, он, вероятно, вылетел в трубу?

— Совершенно верно, и остался должен клиринговой фирме огромную сумму, которую ему пришлось потом отрабатывать.

— Как вы определяете, что позиция стала слишком велика?

— Когда я замечаю, что продолжаю вечером перед сном думать о позиции. В таких случаях я начинаю лик видацию на следующее утро. Возможно, не стоило этого говорить, потому что меня могут неправильно понять. Как вы знаете, человек я верующий. Если я вижу, что начинаю молиться об успехе позиции, я ликвидирую ее немедленно. Это верный признак катастрофы. Бог — не рыночный манипулятор. Я знал как-то одного трейде ра, который так думал. Он разорился — я имею в виду трейдера.

— Полагаю, что нежелание открывать чрезмерные позиции или медлить с фиксацией убытков является одним из ингредиентов вашего успеха как трейдера.

— Совершенно верно. Величина убытков и прибылей является исключительно вопросом размера позиции. Контроль за размером позиции неотделим от успеха. Из всех качеств, необходимых для успешного ведения тор говли, этот фактор является наиболее недооцененным.

Упомянув размер позиции, вы также неизбежно затрагиваете тему жадности. Почему трейдер, о котором я только что рассказал, держал огромную позицию, опираясь лишь на *25* тыс. долларов, которые он не мог позволить себе потерять? Я не хотел бы судить поверхностно. Чтобы найти ответы на эти вопросы, человек должен заглянуть внутрь себя. Но я считаю, что было бы глупо недооценивать такой человеческий порок, как жадность. Преуспевающий трейдер должен уметь сдерживать свою жадность. Если вы слишком радуетесь прибыли и впадаете в уныние от убытков, ваше место в Лас-Вегасе, а не на рынках.

— Какие другие качества, по вашему мнению, важ ны для преуспевания в роли трейдера?

— Вы должны уметь ясно мыслить и решительно действовать на паническом рынке. Рынки, срывающие ся с цепи, и есть те, которые представляют наилучшие возможности. Традиционно, когда рынок сходит с ума, даже трейдеры-ветераны стремятся оставаться в сторо не. Это и есть ваша возможность сделать деньги. Посло вица гласит: «Если вы можете сохранить рассудок, когда другие теряют голову, вы сможете сделать состояние».

— Я слышал другой вариант этой пословицы: «Если вы можете сохранить рассудок, когда другие теряют го лову, значит, вы еще не знаете тех новостей, которые известны другим».

— *(Смеется.)* Верно. Есть такой риск. Может быть, вы прозевали важную новость. Но чаще всего такие си-

туации дают вам шанс заработать. Представьте, например, что контракт продается значительно дешевле его справедливой стоимости. Было бы правильным немедленно купить его. Но обычно мы теряем возможности в этом бизнесе, говоря: «Это слишком хорошо, чтобы быть правдой», — и ничего не делаем. Слишком часто мы думаем, что все остальные знают что-то, чего мы не знаем. Это серьезная ошибка.

Сколько раз вы слышали, как кто-нибудь откладывал идею, которая вам очень нравилась, говоря: «Если это такая хорошая идея, почему тогда никто больше ею не занимается?» Это боевой клич посредственности. Задумайтесь об этом на минуту. Любая инвестиционная возможность, которую разрабатывают все остальные, является по определению плохой идеей. Я всегда рекомендовал бы делать что-то прямо противоположное. Причина, по которой на рынках возникает неправильное ценообразование, заключается в том, что все поступают неправильно. Хороший трейдер всегда придерживается своих собственных идей и закрывает свои уши, чтобы не слышать воплей толпы, кричащей: «Почему этого не делают все остальные?» Он поведет сделку против толпы на том уровне риска, который может себе позволить, а затем выйдет из рынка, если окажется неправ.

Нужно иметь мужество, чтобы двигаться против толпы, самому принимать решение по своей позиции и исполнять его. Я понял это по-настоящему на собственном опыте, когда брал уроки полетов на самолете. Теорию я усвоил, но опыт имел очень небольшой. Я заходил на свою то ли вторую, то ли третью посадку. Когда до земли оставалось всего метров десять, порывы ветра над полем стали бросать самолет из стороны в сторону. Я с большим трудом справился с самолетом, совершив, вероятно, худшую посадку в истории авиации. Когда я, наконец, остановил машину, то издал неловкий смешок от осознания того, насколько ужасной была моя посадка, думая, что же скажет по этому

поводу инструктор. «Что ж, это было весьма впечатляюще», — сказал он. Я рассмеялся, немного расслабившись, и спросил: «А что было такого впечатляющего? Я думал, посадка была ужасной». Он ответил: «Мне никогда не доводилось видеть, чтобы такое сделал новичок. Любой другой новичок на вашем месте снял бы руки со штурвала, отказался от управления и предоставил мне сажать самолет. А вы не бросили и выполняли программу до конца, пока посадка не была завершена». Он остановился на момент и добавил: «Но вы правы, посадка была ужасной. Просто ужасной». Позднее я все это обдумал и понял, что это и есть та черта, которую необходимо иметь, чтобы торговать.

— Ив чем же состоит эта черта?

— В способности претворять свои идеи в жизнь, не смотря на неблагоприятные условия. На рынке вы всег да работаете в неблагоприятных условиях.

— Таким образом, необходимым элементом харак тера преуспевающего трейдера является умение ду мать ясно и сохранять мужество, когда остальные пре даются панике?

— Жизненно необходимым.

— Является ли такое умение врожденным? Пола гаю, что оно у вас либо есть, либо его нет. Вы не мо жете просто научиться вести себя таким образом, не правда ли?

— Не думаю, что качество это — врожденное. Вы можете подготовиться к ситуации, составив план игры. Был у меня когда-то тренер, который, когда я выходил на площадку, кричал, бывало: «Есть идея? Что собира ешься делать?» Инвестирование во многом то же самое. Вы должны знать, что собираетесь делать, когда рынок пойдет против вас. Вообще говоря, человеку свойствен но колебаться.

— Что вы делаете для такой подготовки?

— Я выполняю некий умственный процесс. Я решаю, что буду делать, когда произойдет событие X, Y, Z. Если X, Y или Z застигают вас врасплох, вы становитесь частью толпы.

— Ваша книга «Бог на бирже» носила исключительно личный характер. Вы никогда не жалели о том, что проявили на ее страницах такую откровенность?

— Помню, один рецензент назвал мою книгу «постыдно личной». Конечно, я немного пожалел о том, что так выставил себя напоказ. В течение первых нескольких месяцев после выхода книги в свет я с трудом мог смотреть другим людям в глаза, если они говорили, что читали ее, потому что думал, что они знают обо мне больше, чем нужно.

— Означает ли это, что вы изменили свое мнение? Сделали бы вы то же самое еще раз?

— Да, сделал бы. Я надеялся, что моя книга заставит людей пристально и честно взглянуть на себя — на их отношения с другими людьми и их отношения с Богом. Как я мог ожидать, что люди честно попытаются ответить на эти вопросы, если сам не был готов сделать то же самое? Я уверен, что, прочитав эту книгу, многие люди испытывали, вероятно, чувство разочарования, встречаясь со мной, потому что при личном общении я не могу быть таким честным, каким попытался предстать в книге.

— Как вы впервые оказались вовлечены в этот бизнес?

— В начале 1970-х годов мой брат Джо работал в Лос-Анджелесе у одного дилера, занимавшегося серебряными монетами. Он приехал в Чикаго, чтобы изучить возможность извлечения арбитражной прибыли между чикагским и нью-йоркским рынками серебра.

(Серебро торгуется и в Нью-Йорке, и в Чикаго. Теоретически цена в обоих местах должна быть одинаковой. Однако время от времени большие колебания спроса и предложения на одном из этих рынков могут приводить к временному расхождению цен. Арбитражеры стремятся зарабатывать на этом расхождении, покупая серебро на более дешевом рынке и одновременно продавая такое же количество на более дорогом рынке. Благодаря деятельности арбитражеров, цены на обоих рынках никогда не расходятся слишком далеко. В принципе, арбитражеры стараются снимать небольшую, практически лишенную риска прибыль, действуя очень быстро, чтобы успеть воспользоваться неэффективностью рынка.)

Джо попросил меня составить ему компанию во время посещения Чикагской торговой биржи. Кроме того, ему нужно было занять костюм. В то время у меня было два костюма. Один был довольно поношенный, а другой мне удалось купить на распродаже за 60 долларов. Поскольку говорить предстояло Джо, я отдал ему свой хороший костюм.

Прибыв на биржу, мы поинтересовались в офисе президента о возможности приобретения членских и торговых прав. Увидев нас, один из распорядителей биржи медленно и пристально обвел нас взглядом и сказал: «Вы, ребята, не туда попали».

— И что, на этом разговор закончился?

— Нет, но вся беседа была очень напряженной, чего, впрочем, после такого вступительного замечания впол не можно было ожидать. Джо осведомился у него о воз можности получения членства, и представитель биржи просто не мог стереть самодовольную ухмылку со свое го лица. «Вам известны финансовые требования к члену клиринговой палаты?» — высокомерно спросил он.

— А вы знали их?

— Нет, конечно, нет. *(Смеется.)* Мы не имели ни малейшего представления! Мы и близко не могли себе представить. Весь разговор был какой-то несерьезный, и я был рад, что говорил не я, а Джо.

После такого неблагоприятного начала мы пробрались на галерею для посетителей. До меня доходили слухи о том, что операционный зал биржи представляет собой совершенно дикое место. Мы постояли и посмотрели немного. Хотя все там бегали и было много шума, картина не казалась такой дикой или волнующей, как мы ожидали. Вдруг мы услышали специфический оглушительный гонг, и зал взорвался, превратившись в чистое столпотворение. Очевидно, сначала мы наблюдали рынок накануне открытия. А теперь началась особенно напряженная торговая сессия. Толпа в ямах волнами перемещалась снизу вверх и сверху вниз. Рты у нас открылись от удивления. В тот-то момент мы с Джо и решили, что это место — как раз для нас. Все это выглядело как настоящий аттракцион.

— Была ли у вас в то время другая работа?

— Собственно говоря, я посещал семинарию, изучая там философию религий. А в ночную смену, с полуночи до восьми утра, я работал в местной тюрьме надзирателем. Мне почти удавалось покрывать аренду жилья и стоимость обучения.

— А вы окончили семинарию?

— Да, после того, как занялся бизнесом. Мне потребовалось семь лет, чтобы завершить образование и получить диплом.

— Вы планировали как-то использовать свое религиозное образование?

— Я не собирался стать священником, хотя возможность такая была. Я пошел в семинарию главным образом для того, чтобы получить ответы на некоторые

личные духовные вопросы, которые меня беспокоили. Каких-то конкретных планов у меня не было.

— У вас не было конкретных планов относительно того, как зарабатывать себе на жизнь?

— Нет, для этого я был слишком идеалистичен. Дело было в конце 1960-х и начале 1970-х годов. Тогда мы ду мали, что если вести себя правильно, то все остальное получится само собой. Помните, это была позиция, ко торую общество считало такой наивной.

— Как вы впервые попали в операционный зал биржи?

— Примерно через шесть месяцев после нашего по сещения биржи компания Джо дала ему денег, чтобы он мог начать работать в операционном зале биржи, занимаясь арбитражем серебра. Еще через несколько месяцев я получил работу от той же компании в виде должности дежурного на телефоне в операционном зале. На этой работе я пробыл более года. Затем волатильность на рынке серебра резко упала по сравнению с лихорадочными уровнями периода 1973-74 годов, и возможности для арбитража истощились. Вернее, воз можности еще были, но стали слишком малы для того, чтобы оправдать существование предприятия, которое платило клиринговые сборы. Так или иначе, компания меня уволила.

— Попытались ли вы остаться в этом бизнесе?

— Я нашел работу в компании, которая продавала публике опционы на фьючерсы.

— Поправьте меня, если я не прав, но насколько я помню, дело происходило задолго до появления тор говли опционами на биржах, и компании, продавав шие опционы в то время, брали с публики невероятно большие премии («премия» — это цена опциона).

— Непомерные цены. Грабительские уровни. Нацен ка у них составляла приблизительно 100%. Они покупа ли опцион по 2 тыс. долларов и продавали по 4 тыс.

— У вас не было мысли отказаться от этой работы, зная о том, что там происходит?

— Я не имел ни малейшего представления о том, что там происходит.

— Вам предложили работу?

- Д а .

— Что произошло потом?

— Я проработал там примерно день и понял, что все это предприятие было по существу занято навязывани ем продаж. У них были списки возможных инвесторов, и они обзванивали этих людей, стараясь убедить их ку пить опционы.

— Иными словами, эта контора вела не совсем чес тный бизнес?

— Совершенно верно. *(Смеется.)* Я попал в так на зываемую «бойлерную» (см. словарь в конце книги). Мне пришлось познакомиться с теневой стороной это го бизнеса.

После приема на работу меня направили на подготовку, целью которой было обучение нас продаже опционов. Поскольку в то время в США опционами еще не торговали, опционы покупались в Лондоне и затем продавались публике с высокой наценкой. Для нас были написаны сценарии, объяснявшие, как продавать. Например, вы звонили кому-нибудь и говорили: «Здравствуйте, мистер такой-то! Как нам известно, вы является преуспевающим инвестором, и поэтому мы выбрали ваше имя. Вы, очевидно, человек умный и сможете оценить предлагаемую вам возможность». Таким вот образом нужно было обрабатывать человека.

Поскольку у меня менталитет трейдера, я стал думать, что если собираюсь продавать кому-то что-то, то должен знать историю фирмы.

— Вы спросили об этом инструктора?

— Конечно. Он ответил: «Мы делаем деньги для наших клиентов». Тогда я спросил его: «Сколько? Что именно я должен говорить людям, которым звоню? На прибыль какого размера они могут рассчитывать?» Он уставился на меня, как если бы я задал какой-то непри стойный вопрос, и с подозрительным видом сказал: «А зачем тебе вообще все это знать?»

— Иными словами, его позицией было: да какая разница?

— Конечно, именно такой позиции он и придер живался. «Твоя цель подписать того парня,» — ска зал он.

— Ну и что же вы были должны говорить людям, когда они спрашивали вас о том, сколько смогут зара ботать на своей инвестиции?

— Ну, что-то вроде: «Вы заработаете кучу денег! Ваша ставка удвоится!». Иногда клиентам предлагались скидки, в которых опцион стоимостью *4* тыс. долларов продавался за 3 тыс. Подозреваю, что это были все те же опционы, купленные фирмой по 2 тыс. долларов, но ко торые уже приближались к истечению и вот-вот должны были обесцениться. Владельцы фирмы просто хотели от них избавиться. Поэтому они обзванивали всех своих людей и говорили им, что по данному опциону есть спе циальное предложение.

— Как вы должны были отвечать на вопрос потен циального инвестора — я использую этот термин весь ма свободно, — если он хотел видеть историю ваших результатов?

— Именно такой вопрос я и задал. Инструктор ска зал: «Наши записи показывают, что 62% наших клиен тов делают деньги».

— Он лгал прямо в глаза?

— Ну, я думаю, что какие-то цифры у него были, но трудно было сказать, что они означали. Возможно, 62% клиентов получили прибыль на той или иной сделке. Однако, насколько я знаю, большинство клиентов про игрывали. Поэтому я продолжал настаивать на своем вопросе.

— Наверное, он все время говорил вам: «Не дейс твуй мне на нервы, парень».

— А как же! Тем не менее, я продолжал давить на эту тему. Я спросил его: «Слушайте, я продаю опцион за 4 тыс. долларов. По какой цене покупатель может продать его нам обратно?» Всегда можно очень быстро понять, реален ли рынок, спросив двустороннюю коти ровку. Он на меня странно так посмотрел и спросил: «А зачем ему его продавать? Он у тебя его покупает. Он бу дет держать его до тех пор, пока не сделает много денег». Тогда я сказал: «Гипотетически, если он захотел бы про дать его на следующий день, по какой цене он мог бы его продать? Я знаю, что такое рынок. Рынок означает, что есть покупатели и есть продавцы». Он продолжал ухо дить от темы, и эта игра какое-то время продолжалась. Наконец я сказал: «Хотя бы скажите мне, сколько вы за платили за опцион, который мы продаем за 4 тыс. долла ров!» Он глубоко вздохнул, облокотился о стол и сказал: «Слушай, если ты зайдешь в мебельный магазин и за явишь, что не будешь покупать мебель до тех пор, пока продавец не скажет тебе, сколько он сам за нее заплатил, он все равно тебе не скажет. Ты можешь задавать этот вопрос весь день, но в конечном счете он предложит тебе убираться к чертям. Именно это я тебе сейчас и говорю». В классе наступило длительное молчание.

— Как отреагировала на эту перепалку остальная часть класса?

— Они были новичками в этом бизнесе и не понима ли, что происходит. Один из стажеров увидел, что прода вец из этой компании разъезжал на «Шевроле-Корвет», и это было все, что ему требовалось, он подписался тут же.

— Вас выгнали?

— Нет. Но я был очень смущен всей этой ситуацией. В конце концов я пробормотал что-то вроде, мол, если большинство людей делает деньги, значит, вероятно, все в порядке.

— Но вы ведь по-настоящему так не думали, не правда ли?

— Нет, конечно нет. Фактически был момент, когда зазвонил телефон, и инструктор ответил словами: «Он в торговом зале, сейчас я его позову». И я подумал про себя: «А я даже не знал, что в этом здании есть торговый зал». Он открывает дверь этой большой комнаты, наби той людьми, сидящими за столами, и кричит изо всех сил: «Эй, Боб! Возьми трубку!» Им нравилось впечатле ние шумной обстановки в торговом зале. Я сказал себе: «Торговый зал? Да это ведь самая настоящая жульни ческая фирма. Эти люди сами себя обманывают». Собс твенно говоря, часто обман в этом бизнесе начинается тогда, когда люди начинают обманывать сами себя.

— Вы полагаете, что они сами не понимали того, что в чистом виде обкрадывают публику?

— Думаю, что так. Я считаю, что в большинстве сво ем жулики наговаривают себе столько лжи, что начи нают верить в нее. Например, брокеры операционного зала, обвиненные по результатам операции ФБР, о кото рой мы говорили раньше, как правило, возражали: «Эй! Да я же не делал ничего такого, чего не делали все осталь ные!» Это неправда, но, думаю, они в это верят.

— И тогда вы ушли?

— После подготовительного урока я в тот первый день неохотно сделал несколько звонков, но чувствовал, что все это сплошной обман. Потом я ушел и больше не вернулся.

— Были у вас сделки, которые вы считаете особенно памятными?

— Приходит мне на ум сделка, происшедшая в тот день, когда разразилась Фолклендская война. Посторонние люди считают, что первыми знать, что происходит, должны трейдеры операционного зала. Ничто не может быть дальше от истины. Рынок взрывается задолго до того, как мы получаем новость. Мы последними узнаем о том, что приводит рынок в движение. В тот день я открыл большую позицию по соевой муке по замечательной цене. К тому времени, когда я вышел из позиции, что произошло, должно быть, через минуту, я потерял 100 тыс. долларов.

— Есть ли какие-нибудь другие памятные сделки?

— Я всегда терял деньги быстрее, чем делал их. Один особенно яркий пример касается бурного рынка золота в течение периода 1979—1980 годов. Золото было на уровне примерно 400 долларов, когда Иран захватил заложников. Я подумал, что повышенное напряжение, вызванное этой ситуацией, сильно подтолкнет цены вверх. Но рынок откликнулся вяло, и я заколебался. В конечном счете рынок пошел вверх — в течение следующего месяца он вырос до 500 долларов. Это было классическим примером упущенной торговой возможности.

— Иными словами, вы не смогли действовать решительно, то есть не проявили качества, которое раньше называли одной из основных составных частей успеха в торговле.

— Совершенно верно. Кончилось тем, что я купил золото по цене чуть ниже 500 долларов за унцию. Как вы

можете догадаться, в тот день, когда я его купил, начался обвал, и рынок упал до нисходящего лимита.

— Вы не подумывали о том, чтобы выйти?

— Нет. Ситуация с заложниками по-прежнему оставалась нерешенной. Кроме того, примерно в то же время Советский Союз вторгся в Афганистан. Я по-прежнему считал, что рынок продолжит свой рост. Поэтому я держался за свою позицию. Конечно, как вы знаете, в итоге рынок резко повысился.

— Был ли у вас какой-нибудь план выхода?

— Да, я планировал выйти, как только рынок упадет на 10% от своего максимума.

— То есть ваш план заключался в том, чтобы позволить прибыли расти до тех пор, пока не появится какой-то признак значительной слабости.

— Верно. К сожалению, когда рынок упал, он потерял за день 25% стоимости. Нечего и говорить, что это была чрезвычайно болезненная потеря. Но, тем не менее, в целом сделка все равно завершилась для меня с крупной прибылью.

Собственно говоря, эта сделка поднимает вопрос о том, как рассматривать падения капитала в процессе торговли. Большинство людей не находят различия между падениями открытого капитала и падениями закрытого капитала. (Различие заключается в том, что под открытым капиталом понимается нереализованная прибыль существующей позиции. По сути дела Ричи имеет в виду, что он рассматривает убыток иначе, если он является частичным уменьшением прибыли в выигрышной сделке, а не уменьшением уже имевшегося капитала в результате убыточной сделки.) Если бы я защищал открытый капитал (т. е. открытую прибыль) с такой же осторожностью, как защищаю закрытый капитал, я никогда не смог бы участвовать ни в одном дол-

госрочном движении. Никакая сколько-нибудь чувствительная мера управления риском не сможет выдержать волатильности, нормальной для такого движения.

— Иными словами, для того, чтобы получать по-на стоящему большую прибыль, вы должны быть гото вы к тому, что эта прибыль значительно уменьшится, прежде чем вы выйдете с рынка.

— Именно это я и имею в виду. Если вы будете слиш ком беспокоиться о том, чтобы не потерять свою при быль, вы вообще никогда не сможете получить боль шую прибыль.

— Какой размер риска вы приемлете для отдельной сделки или торговой идеи (если измерять от начала сделки, а не от максимальной переоценки позиции)?

— Примерно от половины до одного процента. Нет ничего плохого в том, что сделка в момент открытия кажется вам очень маленькой — почти пустой тратой вашего времени. Всегда торгуйте на уровне, который ка жется слишком малым.

— Вы провели примерно десять первых лет своей торговой карьеры в операционном зале биржи, а за тем перешли к торговле из офиса. Так как вы добились очень больших успехов в роли трейдера операционно го зала, я хотел бы понять причины, по которым вы произвели такую перемену. Во-первых, скажите мне, прав ли я, предполагая, что в то время, когда вы были трейдером операционного зала, вы практически каж дый месяц сводили с прибылью?

— Да.

— Сделаем еще один шаг вперед. Какой процент недель, по вашей оценке, был прибыльным в течение того периода?

— Девяносто процентов.

— Большинство людей сказало бы: «Боже! Этот па рень делает прибыль в 90 процентах недель!» Зачем вы тогда отказались от такого преимущества?

— Во-первых, я дам вам короткий ответ: возраст. Кроме того, рынок сои потерял значительную часть своей волатильности, что уменьшило возможности для торговли. И мне показалось, что пора попытаться тор говать вне зала.

— Был ли у вас какой-нибудь план в отношении того, как начать торговать из офиса?

— Я не имел ни малейшего представления. Я пере пробовал множество вещей. Я попробовал пользоваться услугами ряда консультационных фирм, но нашел, что они зачастую не стоят того времени, которое требова лось, чтобы выслушать по телефону магнитофонную запись с их советами. В конечном счете я начал скло няться в сторону разработки своих собственных систем. Одной из удививших меня вещей оказалась ненадеж ность информации со стороны так называемых про фессионалов отрасли. Например, когда я занялся тес тированием и разработкой систем, то покупал ценовые данные у компании, продававшей продукт, который она называла «непрерывным» контрактом. (Непрерывная цена получается путем усреднения цен двух ближайших фьючерсных контрактов с целью получения цены гипо тетического фьючерсного контракта, срок исполнения которого всегда отстоит от текущей даты на постоянное количество дней (например, 90 дней). Полученная цена будет некой теоретической величиной, которая является гибридом цен двух разных контрактов и не может быть воспроизведена каким-либо торговым инструментом из реального мира.)

Я пользовался этими данными более шести меся-цев, прежде чем понял, что они не отражают реально-го рынка. Например, непрерывный ряд мог показывать большое движение цены, означавшее прибыль, но на

реальном рынке вы ее получить не могли. Когда я это обнаружил, то чуть со стула не упал. Я спросил себя: «Как могут все эти профессионалы, которые, очевидно, знают, что делают, пользоваться данными, которые принципиально глупы?» Ответить на этот вопрос довольно легко. В конце концов, я сам пользовался ими в течение шести месяцев. Я должен был вернуться на клетку №1 и начать все с начала. И больше я никогда ничьей работе не доверял.

— В то время вы покупали какие-нибудь коммерческие торговые системы?

— Да, я купил пару. Одна из них — не буду упоминать ее название — была по существу программой по оптимизации торговых систем. Я подумал, что если смогу получить инструмент, который позволит мне оптимизировать параметры торговых систем, это будет в тысячу раз эффективнее, чем пытаться понять рынки, используя графики. (Оптимизацией называется процесс тестирования торговой системы на исторических ценовых данных с использованием различных значений основных параметров системы. По итогам тестов отбирают тот набор параметров системы, который показал на исторических данных наилучшие результаты. Хотя эта процедура может приносить огромную прибыль на исторических данных, в реальной торговле результаты обычно оказываются значительно хуже.) Однако оказалось, что программа эта бесполезна. И вновь я поразился масштабам невежества людей, разработавших эту систему.

— В чем проявилась ее бесполезность?

— Это программа представляла собой систему, позволявшую вам заоптимизировать рынок до смерти. Собственно говоря, авторы программы рекомендовали каждую неделю проводить повторную оптимизацию системы. Иными словами, подгоняйте программу под

прошлую неделю так, чтобы сделки этой недели соответствовали тому, что должно было быть сделано на прошлой неделе. И у меня возникло общее впечатление, что тот, кто разрабатывал идеи для этой системы, сам никогда не торговал.

— Вам не довелось убедиться в правоте своих пред положений?

— *(Глубокий вздох.)* Я задавал этот вопрос, но они от него просто отмахнулись. Я помню, как продавец из этой компании показывал мне, как вручную вводить данные. Лично я предпочитаю получать данные через компьютер, потому что ручной ввод кажется мне слишком трудо емким процессом. Короче говоря, этот парень, который сам был трейдером, сказал: «Я даже не плачу за Wall Street Journal. У меня есть друг, который ксерокопирует для меня страницы с ценами». И я подумал про себя: «Вот человек, продающий программу, которая подается как первоклас сная компьютерная торговая система, и у него не хватает денег даже на то, чтобы купить Wall Street Journal».

— А вы пробовали торговать с помощью этой систе мы по-настоящему?

— Да. Но результаты оказались очень неравномер ными. Более того, мне было ужасно неудобно от мысли о том, что я торгую с помощью «черного ящика» (ком пьютерной торговой системы, которая выдает сигналы покупки и продажи, не раскрывая правил получения этих сигналов). И я поклялся себе, что никогда больше не куплю систему типа «черного ящика».

— Означают ли ваши слова, что вы советуете лю дям: забудьте о том, что продается, и делайте свою ра боту сами?

— Я всегда советовал людям следующее: не лезьте в этот бизнес, даже близко не подходите к рынку. Нович ку войти и попытаться получить прибыль в этой неве-

роятно сложной отрасли — все равно как мне пытаться по выходным дням заниматься нейрохирургическими операциями для того, чтобы немного подзаработать.

У меня есть друг, знающий трех врачей, которые скинулись, чтобы купить скакового жеребца. Когда они получили его, оказалось, что это мерин. Мой друг, поддразнивая их из-за этого случая, спросил, не приходило ли им в голову осмотреть лошадь заранее. Вы не поверите, но, как оказалось, они об этом думали, но не более того. Тогда он сказал: «Ребята, ведь вы же все врачи, вы что, не могли нагнуться и взглянуть, все ли у него на месте?»

Если вы сегодня спросите этих трех врачей, в чем состояла их ошибка, уверен, они ответят вам, что им следовало внимательнее осмотреть коня. Но урока они все равно не усвоили: НЕ ИНВЕСТИРУЙТЕ В ТО, В ЧЕМ ВЫ НЕ РАЗБИРАЕТЕСЬ. Если они захотят купить другую лошадь, то уже не купят мерина, но все равно совершат какую-нибудь чудовищную ошибку.

— Означают ли ваши слова, что людям следует прос то вкладывать свои деньги в казначейские векселя?

— Я думаю, они могут обратиться в какой-нибудь управляемый фонд или к портфельному управляюще му, имеющему хорошую репутацию. Однако я очень серьезно отнесся бы к стандартному отказу от ответс твенности, который гласит: «Прошлые результаты не являются гарантией будущих результатов». Кроме того, не думаю, что вы можете делать деньги, если не готовы терять их. Если у вас нет денег, которые вы можете поз волить себе потерять и при этом спать спокойно, вы для рынка не годитесь. Готовность терять является основой моего умения делать деньги на рынках.

— А для большинства людей это не так?

— Да. Большинство людей приходит в этот бизнес без готовности терять деньги. Они также выходят на рынок с нереалистичными ожиданиями. Даже если им

достаточно повезет, и они смогут найти первоклассного управляющего, они, скорее всего, заберут у него свои деньги в первый же квартал, когда он получит убыток. Поэтому они, в конечном счете, потеряют, даже если в принципе находятся в выигрышной ситуации.

—Собственно говоря, мои эмпирические исследования привели меня к точно такому же выводу. Несколько лет назад часть моей работы заключалась в оценке управляющих портфелями фьючерсов. По ходу дела я нашел кое-что особенно интересное. Существовала небольшая группа управляющих, которые делали деньги каждый год. Но даже в этой избранной группе менее 50% счетов, закрытых их клиентами, демонстрировали чистую прибыль. Это помогло мне по-настоящему понять то, насколько плохо люди принимают решения о том, когда вкладывать деньги, а когда забирать их. Я думаю, что естественная тенденция заключается в том, чтобы передавать деньги менеджеру после того, как у него была полоса удачи, и забирать после того, как у него прошла полоса убытков.

Хотя вы отговариваете людей от того, чтобы заниматься этим бизнесом, предположим, что кто-то придет к вам, проявляя серьезный интерес к тому, чтобы стать трейдером. Что вы ему ответите?

—Знаю, что звучит это несколько покровительственно, но, честно говоря, я посоветую им прочитать вашу первую книгу («Полное руководство по фьючерсным рынкам», *The Complete Guide to the Futures Markets).* Я постараюсь сдержать их пыл, порекомендовав им обратиться ко мне снова после того, как они усвоят половину книги. Я уверен, что большинство из них никогда этого делать не станет.

— Так вот, значит, как вы отвращаете людей от этого бизнеса. Весьма необычный комплимент моей работе, такого я еще никогда не слыхал.

— Собственно говоря, даже простое прочтение кни ги является для многих слишком тяжелым испытанием. Серьезно, я думаю, что ваша книга дает людям хорошее представление об объеме работы, необходимом для того, чтобы стать компетентным в этом бизнесе.

— Является ли одним из мотивов вашей торговли получение возможности отдавать часть прибыли на благотворительность?

— Совершенно правильно, хотя я не люблю излагать это в такой простой форме. В молодости я был таким идеалистом, что думал, будто доллар — это скверна, от которой следует отказываться, если вы желаете челове честву добра. Потом я понял, что богатство имеет не малую присущую ему стоимость. Когда вы видите, как кто-то голодает, все, что нужно сделать для этого чело века, это дать ему денег.

— Полагаю, что вы давно перешагнули черту, за которой прибыль от торговли обеспечивает все ваши личные нужды и финансовую безопасность вашего будущего. Если бы благотворительный аспект не при сутствовал в вашем случае, как вы считаете, стали бы вы дальше торговать?

— Не уверен, что стал бы. Я просто не знаю. Короче говоря, позвольте мне исправить значение, которое вы придаете термину «благотворительность». Я говорю не о благотворительности в чистом виде. Я имею в виду инвес тирование в бедного человека. Если кто-то голодает, и вы вручаете ему доллар, вы тем самым учите его, что все, что ему нужно — это чтобы кто-то дал ему подачку. Я предпо читаю инвестировать в бедных — давать им капитал, с по мощью которого они смогут увеличить свою собственную производительность. Бедным нужна какая-то надомная работа, которая позволит перейти на самообеспечение. Именно такого рода финансированием я занимаюсь, и это не совсем обычный взгляд на благотворительность.

Я знаю, что то, что я скажу, легко истолковать неправильно, но если бы я смог построить систему, в которой мог бы делать деньги на бедных, то считал бы, что достиг своей цели. Я знаю, что это звучит грубо. Конечно, я не ставлю своей целью зарабатывать на бедных, но суть этой благотворительности заключается в том, чтобы избавить бедных от зависимости. Именно поэтому оказалась таким провалом война с бедностью, которую предусматривала программа президента Л. Б. Джонсона «Великое общество». Напротив, если я смогу помочь кому-то заняться делом, с помощью которого он сможет вернуть мне деньги, я буду знать, что положение этого человека стабилизировалось.

— Вы не могли бы сказать хотя бы приблизительно, какой процент вашего дохода направляется на эти усилия по оказанию помощи бедным?

— Если грубо обобщить, примерно одна треть уходит дяде Сэму, одну треть я снова кладу на свой счет, чтобы увеличить размер торговли, а одну треть направляю на различные благотворительные проекты.

— Я знаю, что в амазонских джунглях вы познакомились с индейцами, чьи племенные обычаи включают убийство членов соседних племен. Не было ли вам страшно посещать те места?

— Нет. Они убивают только друг друга, пришельцев они не беспокоят. Они верят в то, что когда кто-нибудь из них умирает, за его смерь нужно отомстить, убив человека из соседней деревни. А когда убивают этого человека, его деревня в свою очередь стремится к мести и т. д.

— Вы хотите сказать, что каждый раз, когда кто-то у них умирает, в его смерти обвиняют члена другой деревни? Похоже, что не потребуется много времени, что бы там вообще никого не осталось.

— Они не винят злых духов соседней деревни в смер ти пожилых людей и маленьких детей, но во всех иных отношениях ответ на ваш вопрос — да. К счастью, уби вать они умеют не слишком хорошо. Однако в течение последних лет их численность значительно уменьши лась, отчасти из-за болезней и недоедания, но также и из-за этого обычая. Должен добавить, что деревня, кото рую я посетил, была обращена в христианство, и от этой практики в ней отказалась.

— Чем вы занимались в этой деревне?

— Я побывал там с довольно длительными визитами четыре или пять раз, начиная с 1982 года. Мои усилия были направлены на облегчение их прогресса. Например, я помог устроить все для строительства лесопильного предприятия. В последний раз, когда я посетил эту дерев ню, они строили прекрасные дома. Если бы вы видели ла чуги, в которых они жили когда-то — где дети играли на грязных полах с тараканами и размазывали грязь по сво им маленьким лицам, — тогда вы могли бы понять ра дость, которую я испытал, когда увидел их новые дома.

— А вас не беспокоит то, что, помогая вестернизации этих деревень, вы во вред им уничтожаете их образ жизни?

— Здесь, на цивилизованном Западе, почему-то рас пространено мнение, что культуру и образ жизни изоли рованных народов надо ценить и сохранять. И я нахожу эту точку зрения романтически привлекательной. Я был бы склонен согласиться с этой предпосылкой, если бы только смог найти среди представителей этих культур хотя бы одного человека, которому не была бы смешна такая позиция.

Один мой знакомый индеец по имени Би как-то раз прочитал о своей замечательной культуре в газетной статье. Би отреагировал на нее вопросом: «Где живет этот человек, что он может быть таким дураком?» Ему сказали,

что человек этот живет и работает в Каракасе. «Почему же он тогда сидит там, в своем уютном офисе, и пишет о нас такую чепуху? — спросил Би. — Почему бы ему вместе со своей семьей не приехать сюда к нам и жить вместе с нами? Тогда мы все вместе смогли бы наслаждаться этим прекрасным местом». Они не понимают отсутствия у нас сочувствия. Ученые приводят убедительные аргументы, превозносящие красоту и достоинства индейской культуры. Но я согласен с индейцами.

— Значит, индейцы в целом приветствуют вторжение цивилизации?

— Да, я еще не встретил индейца, который не приветствовал бы прогресс. Конечно, некоторые из них хотят сохранять свои верования и обычаи, но все они хотят пользоваться благами цивилизации. (Комментарий автора: хотя я сомневаюсь в справедливости обобщения о том, что цивилизация полезна для племенных сообществ, прочитав книгу Ричи «Жертва иллюзии» (*Victim of Delusion),* в которой описывается невообразимая жестокость жизни и смерти в этой общине, изложенная с точки зрения индейцев, трудно пожалеть об утрате их образа жизни.)

— Позвольте совершить довольно резкий переход из мира Амазонки в мир торговли. Я знаю, что вы обдумываете вопрос о переключении с торговли на себя на управление публичными фондами. Поскольку вы уже состоялись как успешный трейдер, работающий со своими собственными деньгами, и имеете солидный личный счет, не проще ли было бы вам продолжать заниматься тем же делом? Зачем брать на себя головную боль, связанную с управлением чужим капиталом?

— Если значительное увеличение суммы денег, используемых для торговли, существенно уменьшит размер прибыли на сделку, тогда ваше представление правильно: комиссия, зависящая от размера прибыли,

может не обеспечить достаточной компенсации уменьшения торговой прибыли.

— Но вы, очевидно, считаете, что доходность вашего торгового метода не уменьшится при росте объема?

— Совершенно верно, так как мои методы являются долгосрочными.

— Поговорим о деталях. В среднем, сколько раз в году ваш метод выдает сигнал для перехода с длинной позиции в короткую и наоборот на каждом отдельно взятом рынке?

— Вообще говоря, от одного до пяти раз на каждом рынке.

— Это, вероятно, гораздо меньше, чем могли бы подумать большинство людей.

— Правильно. Конечно, я предпочел бы проводить только одну сделку в год. Пожалуй, лучшая моя сделка — это та, которую я держал более четырех лет.

— Что это была за сделка?

— Это была длинная позиция по соевой муке и короткая по соевому маслу. По мере истечения контрактов я все время переносил эту позицию в следующие контракты.

— Что заставило вас так долго держать эту сделку?

— Ежемесячная прибыль.

В этот момент в комнату вошел Джо Ричи. Он принес поднос с кофе и десертом. Интервью с Джо продолжается в следующей главе.

Неотъемлемыми составляющими торгового успеха Марка Ричи представляются пять основных торговых принципов. Их можно обобщить следующим образом:

1. Ведите свои собственные исследования.

2. Делайте размер каждой позиции настолько малень ким, что она будет казаться пустой тратой времени.

3. Имейте терпение удерживать выигрышную пози цию до тех пор, пока эта позиция работает. Некоторые торговые идеи могут приносить прибыль в течение не скольких лет.

4. Рассматривайте риск потери нереализованной при были иначе, чем риск потери начального капитала сдел ки. Для того, чтобы удержать выигрышную позицию до достижения максимального ее потенциала, необходимо уметь переносить периодические потери нереализован ной прибыли, превышающие уровень риска, приемле мый при первоначальном открытии позиции.

5. Знайте свою жадность и умейте ее сдерживать.

ДЖОРИЧИ

ИНТУИТИВНЫЙ ТЕОРЕТИК

Джо Ричи *(Joe Ritchie)* является основателем и движущей силой CRT. Именно его идеи, концепции и теории служат основой сложных стратегий, направляющих фирму. Хотя Джо Ричи никогда не изучал продвинутый курс математики, многие люди считают его математическим гением — от природы. Возможно, так оно и есть, с учетом сложной внутренней математической природы торговых моделей, используемых в CRT. Джо описывает математику как что-то, что он почти чувствует или понимает интуитивно.

Ричи первым подчеркивает, что успех CRT нельзя назвать результатом действия одиночки. Неотъемлемой частью достижений компании являются многие люди. В наших интервью Джо настаивал, чтобы я также поговорил с некоторыми другими сотрудниками CRT. Вот как описал философию Ричи один из руководящих работников: «Джо верит в передачу полномочий людям. Он доверяет людям. Я искренне считаю, что одной из причин, по которым мы можем делать так много денег, является то, что Джо заставляет нас чувствовать себя совершенно спокойно, когда мы рискуем его деньгами».

Примечание. Читателям, не знакомым с опционами, рекомендуется прочитать Приложение, чтобы понять термины, приводимые в настоящей главе.

Ричи принимает множество деловых решений, основываясь на своей интуитивной оценке людей. Если он чувствует какое-то неудобство в отношении того или иного человека, он не задумываясь отказывается от даже самых соблазнительных предприятий. С другой стороны, известны случаи, когда он начинал крупные операции, едва пожав человеку руку.

Подходящим примером является его недавний проект по открытию компьютерной компании в бывшем Советском Союзе. Компания эта участвует во всех фазах производственно-маркетинговой цепи, включая разработку программного обеспечения, импорт оборудования, создание центров обслуживания и торговли и создание дистрибьюторской системы. Все это сложное предприятие появилось на свет потому, что на Ричи произвел впечатление один русский с предпринимательской жилкой, с которым он познакомился. Доверие и уверенность в этом человеке — вот все, что потребовалось для того, чтобы убедить Ричи осуществить инвестицию. По словам одного из сотрудников CRT: «Любая другая американская компания, создающая совместное предприятие в этом регионе, старается исписать три сотни страниц юридических текстами, чтобы защитить себя. Однако в тех краях это не помогает. Джо попросил этого русского составить справедливый с его точки зрения контракт и подписал его во время своей следующей поездки в Москву».

Как можно ожидать от человека, создавшего одну из наиболее преуспевающих в мире финасовых компаний, Джо Ричи является динамичным, энергичным и умным человеком. Работа доставляет ему истинное удовольствие, потому что является источником бесконечных задач и вечно изменяющихся головоломок. Но есть и еще один ключевой аспект, из-за которого Джо Ричи так нравится работа — люди. «Мне нравится приходить на работу», — говорит он. И он действительно имеет это в виду. Дело не только в том, что он любит то, что дела-

ет — он считает CRT одной большой семьей. Он, кажется, излучает искреннюю любовь по отношению ко всем своим сотрудникам.

— Вы вряд ли изобрели колесо, начав заниматься арбитражем на рынке серебра. Этим уже занимались другие. Что вы сделали по-другому, чтобы преуспеть?

— Мы пытались работать лучше, стараясь понять взаимоотношения между рынками и оценивая существовавшие на них вероятности. Мы также торговали более агрессивно и довольствовались меньшей прибылью, чем другие брокеры. Через много лет мы проделали то же самое на рынке опционов, когда, используя более точные модели ценообразования, смогли предлагать настолько узкие спрэды бид/аск, что наши главные конкуренты считали, что мы делали рынки, на которых нельзя было заработать. Если вы по-настоящему понимаете принципы ценообразования, то можете значительно увеличить торговый оборот, получая в каждой сделке меньшую прибыль.

— Как отреагировали другие брокеры операционного зала на ваши попытки отобрать у них бизнес?

— Они выражали недовольство, потому что мы были так агрессивны и увеличивали свою долю рынка.

— Но, насколько я понимаю, в то время у вас была очень небольшая капитализация. Как могли вы представлять такую большую угрозу их бизнесу?

— Это правда. Мы, вероятно, имели самую маленькую капитализацию в операционном зале. Некоторые ключевые игроки могли проводить арбитражную сделку на 500 лотов там, где мы могли позволить себе только 50. Однако мы торговали гораздо более активно, поэтому в итоге нарабатывали гораздо больший оборот, чем можно было ожидать, зная средний объем одной нашей сделки.

—Не было ли дело в вашей готовности соглашаться на меньшую прибыль, чем другие брокеры?

— Отчасти дело было, конечно, и в этом. Но было и множество других небольших деталей. Например, у нас были лучшие клерки на телефонах и лучшие средства связи между операционными залами по серебру в Чика го и Нью-Йорке.

— Не понимаю. Разве не все пользовались телефо нами? В чем вы могли их обогнать?

— Вам будет трудно в это поверить. Впервые придя в Чикаго, мы обнаружили, что множество людей, зани мавшихся арбитражем серебра, не имели даже своего телефонного клерка, потому что не хотели за это пла тить. Вместо этого у них был телефон с небольшой лам почкой над ним, и когда в Нью-Йорке изменялся рынок, нью-йоркский клерк поднимал телефонную трубку, и в результате в Чикаго начинала мигать лампочка. Ког да чикагский брокер видел это, он бежал к телефону, узнавал котировку, вешал трубку и бежал назад, чтобы провести сделку. Время выполнения операций было на столько длительным, что мы подумали, что сможем лег ко улучшить его, наняв хороших телефонистов.

— Неужели большинство людей вели дела таким образом?

— Примерно половина. Но даже те, кто использовал телефонистов, все равно имели время передачи инфор мации от трех до десяти секунд. Мы решили, что если наймем лучших телефонистов, мотивируемых соответс твенно, и все будем делать правильно, то сможем сокра тить это время до приблизительно двух секунд.

— В результате вы проводили сделки быстрее, чем остальные участники рынка. Кроме того, вы до вольствовались меньшей разницей цен между Нью-Йорком и Чикаго, чем другие брокеры. Насколько

могу предположить, такой подход не прибавлял вам популярности.

— Он сделал нас весьма непопулярными. Собственно говоря, они попытались выбросить нас из операционно го зала.

— **На каких основаниях?**

— За нарушение правил. Например, в том, что те лефонист выкрикивал торговые ордера. Технически ордера должны были выписываться и относиться на биржевой пол курьером, однако существовала стан дартная практика, при которой ордера выкрикива лись. Биржа понимала, что ей нужна арбитражная де ятельность для обеспечения ликвидности, поэтому на исполнении этого правила не настаивали. Однако это не помешало им вызвать нас на заседание комитета за нарушение этого правила. В конце концов им при шлось бросить это дело, когда они поняли, что если будут пытаться навязать это правило одной стороне и позволять нарушать его другой, то ничего не полу чится.

— **Послушать вас, так это был какой-то закрытый клуб.**

— Так и было.

— **Справедливо ли это в отношении большинства бирж?**

— *(Долгий вздох.)* Это в значительной степени зави сит от того, о какой бирже идет речь, но сейчас это менее распространено, чем когда-то. Конкуренция заставила произвести перемены.

— **Ваш бизнес по арбитражу на рынке серебра в ко нечном счете прекратился. Что произошло?**

— Арбитраж серебра был очень прибыльным в те чение 1973-74 годов, потому что рынок был очень во-

латильным. Однако когда в 1975 году волатильность уменьшилась, арбитраж серебра стал очень медленным бизнесом. Я попытался убедить человека, владевшего компанией, где работал, попытаться заняться чем-то еще. Я полагал, что в то время наилучшим выбором был рынок сои.

(Соевые бобы отжимаются, давая два производных продукта: муку и масло. Если соя недооценена относительно ее производных продуктов, заводы по переработке могут получать очень высокую прибыль, покупая соевые бобы и продавая эквивалентное количество продуктов. Эта деятельность заставляет цены на сою подтягиваться к ценам соевых продуктов. И наоборот, если соевые бобы слишком дороги по отношению к соевым продуктам, переработка сои будет сокращаться. В результате это приводит к снижению спроса на соевые бобы, что уменьшает цены на сою. Кроме того, это приводит к падению предложения соевых продуктов, одновременно повышая их цены. Естественно, эти экономические силы заставляют цены на сою и соевую продукцию (муку и масло) сохранять весьма тесные взаимоотношения. Трейдеры покупают соевые бобы и продают соевую продукцию, когда соевые бобы недооценены по сравнению с соевыми продуктами, и проводят противоположную сделку, когда соевые бобы стоят относительно дорого.)

— Каким образом вы получали преимущество над другими брокерами, торговавшими соей?

— Мы делали очень простые вещи. Во многом те же, что и на рынке серебра. Мы держали лучших клерков, выплачивая им хорошую зарплату и предоставляя воз можности для роста. Мы также создали свои собствен ные правила вычисления справедливых цен, которые показывали теоретическую справедливую цену на со евые бобы с учетом различных комбинаций цен на со евое масло и соевую муку. Этот инструмент позволял

мгновенно рассчитывать стоимость рынка, что помогало нам быстрее пользоваться возможностями, рождаемыми потоками ордеров. Не могу объяснить, почему другие брокеры не делали того же самого, но они этого не делали.

— В то время вы еще по-прежнему были связаны со своей старой компанией?

— Да. Я достиг соглашения о переходе с рынка сереб ра на рынок сои, и в соответствии с этим соглашением я нес ответственность по всем убыткам, но делил прибыль с компанией поровну.

— Получается, что если вы выигрываете, получа ете половину, а если проигрываете, то ваше все — не очень-то хорошая сделка. Зачем же вы тогда держались этой компании при таком соглашении? Или вам нужно было использовать их место на бирже?

— Нет. Это, вероятно, было сочетание инерции и ло яльности по отношению к компании за то, что они дали мне старт в этом бизнесе. Но в конечном счете я стал ра ботать самостоятельно.

— Было ли это началом CRT?

— Да, хотя это название и партнерское соглашение появились позднее. Переход на соевый комплекс был также характерной чертой того, что стало одним из на ших постоянных принципов — а именно, привязывать ся не к одному-единственному бизнесу, а переходить на рынки, где происходит что-то интересное. Когда мы впервые оформили свое товарищество, компания на зывалась Chicago Board Crushers. Затем через некоторое время мы изменили название на Chicago Research and Trading.

(*Тут вмешивается Марк Ричи, присутствовавший на этом интервью.)* Одной из причин, по которой мы изменили название, было то, что нашему секретарю надо-

ело объяснять людям, звонившим в компанию, почему мы не можем сломать их доски.*

— **Вы шутите.**

— Нет, серьезно.

— **Вы только что упомянули идею о том, что компания должна быть достаточно гибкой, переходя на рынки с наилучшими торговыми возможностями. Насколько я помню, вы снова занялись серебром во время волатильного рынка 1979-80 годов. Вы занимались только арбитражем или открывали направленные позиции?**

— Почти исключительно арбитражем. Когда волатильность резко увеличивается, возможности прибыли на арбитраже тоже очень повышаются.

Была, однако, одна сделка, которую можно назвать направленной. Это была одна из тех историй, которые доказывают, что лучше быть глупым и делать прибыль, чем быть умным и довольствоваться убытком. В начале 1979 года появился некий загадочный покупатель, купивший 20 тыс. контрактов на серебро. Никто не знал, кто он такой. Я немного покопался и нашел, что человек, занимавшийся этой сделкой, был пакистанцем. Мне случилось знать одну пакистанку из высших слоев общества той страны, а высшее общество в той стране относительно невелико. Поэтому я спросил у нее, кто из пакистанцев может иметь столько денег. И она ответила: «У нас таких нет, но есть два пакистанца, которые управляют деньгами для саудовцев». И она дала мне два имени. Конечно, проведя некое тайное расследование, мы нашли, что с покупкой был связан один из этих людей. Мы подумали, что это очень интересная информация.

В то время опционы на серебро торговались только в Лондоне. Колл-опционы на серебро не при деньгах тор-

* Название Chicago Board Crushers можно интерпретировать как «Чикагские специалисты по слому досок» *(прим, переводчика).*

говались по очень низким ценам. И хотя рынок был не очень ликвидный, я купил огромное количество колл-опционов. Я взял до смешного большую позицию относительно нашего капитала, зная, что потенциальный убыток ограничен.

(Колл-опцион не при деньгах дает покупателю право по истечении определенного срока приобрести товар (в данном случае серебро) по указанной цене (цена страйк), которая превышает текущую рыночную цену. Если рынок не поднимается до цены страйк, то опцион обесценивается к дате истечения, и вся премия, уплаченная за опцион, пропадает. С другой стороны, если в течение срока обращения опциона рыночная цена поднимается выше цены страйк, тогда право на покупку, предоставляемое колл-опционом, может привести к прибыли. Если цена исполнения значительно повышается, потенциал прибыли может быть гигантским.)

Мы построили множество теорий относительно того, кто мог купить все это серебро, но была одна теория, о которой мы ни разу не подумали. Оказалось, что это мошенник, который внес на свой счет в брокерской фирме в Далласе поддельный чек на 20 млн долларов.

— А какое отношение это имело к саудовцам?

— Абсолютно никакого. По-видимому, он не был связан с саудовцами. Это был просто человек, использо вавший поддельный чек. Поэтому, хотя мы думали, что очень умно себя ведем, весь наш анализ оказался оши бочным. Брокерская компания обнаружила подделку и продала всю позицию этого парня, и цены на серебро упали ниже 6 долларов. Я не мог выйти из своей пози ции, потому что рынок был неликвидным. У меня было так много опционов, что я практически ничего не полу чил бы за свои контракты, если бы попытался продать их. В результате я смирился с тем, что мне придется дер жать эти опционы до истечения.

В то время я уехал в отпуск, что оказалось удачным, ибо началась покупка Ханта с целью резко подтолкнуть цены на серебро вверх. Я уверен, что если бы был на месте, то вышел бы из своей позиции при первой же возможности закрыть ее без убытка. К тому времени, когда я вернулся, колл-опционы на серебро были уже при деньгах (т. е. рыночная цена поднялась выше цены страйк).

Хотя я полагал, что рынок продолжит движение вверх, волатильность была слишком для меня велика. Однажды я решил сходить на биржу, чтобы почувствовать, что там происходит. Я пообещал себе держать руки в карманах. В то время серебро поднялось до 7,25 доллара. И я решил продать 25 контрактов против моих колл-опционов, просто чтобы зафиксировать некоторую прибыль. И прежде чем я осознал, что делаю, я ликвидировал всю свою позицию. К тому времени, когда колл-опционы истекли, цена на серебро поднялась примерно до 8,50 доллара.

— Рынок серебра 1979-80 годов был одним из величайших бычьих рынков всех времен (меньше чем за год серебро выросло с 5 до 50 долларов за унцию). Было ли у вас какое-нибудь представление о том, как высоко могут подняться цены?

— Абсолютно никакого. Собственно говоря, даже цена в 10 долларов за унцию казалась слишком оптимистичной. Я не знал никого, кто купил бы серебро по относительно низким ценам и дождался уровня 20 долларов. Трейдеры, купившие серебро по 3, 4, 5 и даже 6 долларов, делали одно из двух. Либо к тому времени, когда серебро поднималось до 7, 8 или 9 долларов, они выходили, либо они держали позицию на протяжении всего повышения и всего понижения. Уверен, что были какие-то исключения, но мне о них ничего не известно. Я, однако, знаю трейдеров, которые открывали короткую позицию по серебру на уровне 9 или 10 долларов, потому что цена казалась неправдоподобно высокой,

и держали эту позицию до тех пор, пока не разорялись полностью. Это случилось с некоторыми из лучших профессионалов, которых я знал на рынке серебра.

— Удалось бы Ханту добиться успеха, если бир жа не вмешалась и не изменила правила так, чтобы разрешить торговлю только для целей ликвидации, предотвратив тем самым проблемы с поставками?

— Биржам не нужно было изменять правила, чтобы не допустить требования поставки серебра со стороны Ханта. В соответствии с правилами биржа имеет право вмешаться и сказать: «Хорошо, если вы хотите серебро, вы получите свое серебро, но вы должны распределить сроки поставки». Или они могут разрешить торговлю только для целей ликвидации. Если бы биржи ни во что не вмешивались и допускали бы экономически немоти вированные требования поставки, они не выполняли бы своих обязанностей.

В то время, когда Ханты настаивали на поставке апрельского серебра, фьючерсы с другими сроками поставки торговались с огромными дисконтами. У Хаитов не было естественной экономической потребности в поставке. Если бы они действительно хотели получить в свою собственность серебро, они могли бы продать свои апрельские контракты и купить дешевые контакты с истечением в последующие месяцы, получив огромную чистую экономию и к тому же освободив капитал для использования до времени истечения контрактов. Или же они могли купить на свободном рынке серебряные монеты по 35 долларов за унцию, в то время как апрельские контракты шли по 50 долларов. Когда вместо использования этих экономически разумных альтернатив они продолжали настаивать: «Нет, нет, нет, мы хотим получить поставку серебра в апреле», — это указывало, что они играли в игру. А эти рынки созданы вовсе не для этого. Думаю, что Ханты получили именно то, чего заслуживали.

От деятельности Ханта пострадали многие невинные стороны. Например, возьмите рудник в Перу, где стоимость производства серебра ниже 5 долларов за унцию. Когда цена повышается до 15 долларов, рудник решает зафиксировать огромную прибыль, на два года вперед хеджируя объем производства на фьючерсном рынке серебра. Это имеет экономический смысл. Однако по мере того, как цена продолжает расти вверх до 20,25,30,35 долларов, они должны добавлять все больше и больше вариационной маржи по своей короткой фьючерсной позиции. В конечном счете у них кончаются деньги, и они вынуждены ликвидировать свою позицию, в результате разорившись.

— Я знаю, что основной упор CRT делает на опционный арбитраж, однако хотелось бы узнать, не занимаетесь ли вы и направленной торговлей?

— Да, когда я торгую на свой собственный счет. Я всегда считал, что торговля на основе технического анализа может приносить результат. Время от времени я баловался с ней и в каждом случае получалось очень хорошо. Однако в то время мне не нравилось, как направленная торговля меня отвлекала от дел. Я передал свои идеи персоналу CRT, проявлявшему интерес к технической торговле и обладавшему соответствующими навыками. Они разработали технические торговые системы, основанные на моих концепциях, и взяли на себя ответственность за повседневное исполнение сделок. Теперь я практически не интересуюсь этими системами за исключением того, что изредка просматриваю отчеты по счетам.

— Как долго работает эта система?

— Пять лет.

— И каковы результаты?

— В четырех из пяти лет эксплуатации система принесла прибыль, а среднегодовая прибыль за весь период составила 40%.

— Изменяли ли вы что-нибудь в проигрышный год?

— Парадоксально, но начался он как фантастический год. К середине года система принесла огромную при быль, и мы начали очень быстро увеличивать размер позиции. Был момент, когда мы почти утроили ее. Это был единственный случай, когда мы быстро увеличили размер позиции. Как оказалось, если бы мы сохраняли объем торговли неизменным, система завершила бы год с выигрышем.

— Есть ли в этой системе какой-либо элемент челове ческого суждения, или она полностью механическая?

— В самом начале, примерно в течение 6-месячного периода, в ней участвовал элемент человеческого суж дения.

— Не приводил ли он обычно к убыткам?

— К невероятным убыткам.

— Удивительно, как часто это оказывается справед ливым.

— Все так говорят.

— Каково ваше мнение о фундаментальном анализе в сравнении с техническим анализом?

— В конце 1970-х годов я как-то выступил на семина ре по техническому анализу. Во время перерыва я ока зался за одним столом с Ричардом Деннисом. Я спро сил его, какая доля его торговли является технической, а какая фундаментальной. Он ответил с презрением в голосе: «Я использую ноль процентов фундаменталь ной информации». Услышав такой ответ, я пожалел, что задал вопрос. Он продолжил: «Не знаю уж, как от вас ускользнул тот факт, что вся фундаментальная ин формация уже учтена в ценах». Я спросил: «А как от вас ускользнул тот факт, что вся техническая информация уже учтена в ценах?» Он сказал: «Я никогда об этом не

думал». Это вызвало у меня восхищение. В нем было этакое смирение, которое, как я думаю, объясняет значительную часть его успеха.

Мой главный аргумент заключался в том, что существует ряд технических аналитиков, торгующих с использованием одной и той же информации, и распределение успеха зависит от того, кто использует эту информацию лучше. Почему же у фундаментальных трейдеров должно быть иначе? Только то, что вся эта информация уже известна на рынке, не означает, что один трейдер не может использовать ее лучше, чем другой.

— В значительной степени своим процветанием CRT обязана опционам. Полагаю, что CRT фактичес ки является крупнейшим в мире трейдером опционов. Как мог кто-то, не имеющий математического образо вания — насколько я помню, вы специализировались по философии, — заняться в высшей степени матема тическим миром опционов?

— Я никогда не изучал математику, выходящую за пределы школьного курса алгебры. В этом смысле я да леко не ушел. Однако я интуитивно чувствую матема тику так, как ее не чувствуют многие профессионалы. Когда я думаю о ценообразовании опциона, я могу не знать формулы расчетов, но в уме могу нарисовать кар тину оценки опциона, которая выглядит в точности как теоретические модели ценообразования в учебниках.

— Когда вы впервые начали торговать опционами?

— Я немного баловался с опционами на акции в 1975-76 годах на Чикагской опционной бирже, но это продлилось недолго. Впервые я серьезно занялся опцио нами, когда началась торговля опционами на фьючерсы. Кстати говоря, в 1975 году я ввел формулу Блэка-Шоулза в карманный калькулятор TI-52, который смог давать мне цену опциона в течение примерно 13 секунд после того, как я вручную вводил все остальные переменные.

Это был довольно грубый подход. Но я оказался человеком с одним глазом в стране слепых.

— Когда рынок этот находился в стадии зародыша, ценообразование опционов зачастую было ошибоч ным. Пытались ли вы получить прибыль, воспользо вавшись этой неэффективностью рынка?

— Безусловно. Я помню свой первый день на бирже, когда я пытался котировать рынок опционов на фью черсы по казначейским облигациям. С начала работы этого рынка прошло всего несколько месяцев. Кто-то попросил меня дать ему двустороннюю котировку по контракту с истечением в удаленном месяце. (Контрак ты, истекающие в удаленные месяцы, имеют значитель но меньшую ликвидность, чем ближайшие контракты.) Поскольку это был мой первый день, я чувствовал себя немного не в своей тарелке, и мне показалось неудобным не прокотировать рынок. Поэтому я дал тому человеку спрэд между ценой покупки и продажи в 50 пунктов по ордеру размером 100 лотов. Я сказал: «Слушайте, сегод ня мой первый день, и я, в общем, не торгую удаленны ми месяцами. Мне жаль, но это лучшее, что я могу для вас сделать». Этот человек выпучил глаза от удивления и сказал: «Вы делаете рынок в 50 тиков на сотню лотов!» Он поверить не мог, что кто-то мог дать двустороннюю котировку с такой маленькой разницей между ценами покупки и продажи.

— А спрэды между ценами спроса и предложения были тогда очень широкими?

— Да, тогда обороты торгов были значительно ниже, чем сейчас. Ордер на 50 или 100 лотов считался очень большим.

— Могу предположить, что у вас время от времени возникала потребность захеджировать открытую по зицию, чтобы устранить риск. Сталкивались ли вы с

той же проблемой широких спрэдов между ценами покупки и продажи, стараясь открыть компенсирующую позицию?

— Как правило, я прежде всего хеджировал опцион ную позицию путем открытия противоположной пози ции на базовом рынке, который имеет гораздо большую ликвидность. Затем работа сводилась к тому, чтобы уменьшать те позиции, которые могут причинить вам вред, и для этого существует множество путей. Напри мер, если в первоначальной сделке я продал колл-опцион, теперь я буду стремиться купить другие колл-опционы и поэтому буду предлагать лучшую цену на рынке.

— Очевидно, что в те первые годы опционный ры нок был очень неэффективным. Очень легко видеть, как в такой ситуации вы могли открывать позиции по ценам, значительно лучшим, чем теоретическая спра ведливая цена, хеджировать риск и делать много денег. Однако уверен, что благодаря значительному росту обо рота торгов, имевшему место в последние годы, рынок стал значительно более эффективным. Сделки такого типа сейчас невозможны. Какие можно использовать идеи, чтобы делать деньги на сегодняшнем рынке?

— Да, рынок стал гораздо более конкурентным, но и мы не стояли на месте. И до сих пор, пока мы хотя бы чуть-чуть опережаем своих конкурентов, для нас всегда найдется возможность сделать хорошую прибыль.

— Значит, на рынке по-прежнему существует не правильное ценообразование?

— Безусловно. На рынке всегда будут какие-то невер ные цены. Сама идея того, что рынок будет торговаться точно по теоретически справедливой цене, подразуме вает, что кто-то будет обеспечивать функционирование этого совершенного рынка, не получая за это ничего. Тогда с какой стати это делать? Работа маркет-мейкера, как и любая другая работа, относится к тем вещам, кото-

рые никто не захочет делать бесплатно, по крайней мере не больше, чем бесплатно обслуживать столики в ресторане. Ведь это работа. И это риск. Рынок должен платить кому-то за эту работу. Вопрос заключается только в том, сколько платить.

— Является ли этой платой разница между ценами покупки и продажи?

— Да. Представьте себе, что этого преимущества не существовало бы. Когда кто-нибудь захотел бы испол нить большой ордер на покупку или продажу, то кто в таком случае взял бы на себя другую сторону сделки?

В следующем разделе речь пойдет о теоретических вопросах, связанных с опционами. Для дилетантов в скобках даются объяснения.

— В чем, по-вашему, заключаются концептуальные недостатки стандартных моделей ценообразования оп ционов?

— Не знаю, как я мог бы ответить на этот вопрос, не раскрывая информации, о которой мы не хотели бы го ворить.

— Хорошо, давайте начну я. Например, является ли одним из недостатков стандартных моделей то, что они не придают достаточного вероятностного веса чрезвы чайным движениям цены? Иными словами, фактичес ки распределения цены имеют более толстые хвосты, чем подразумевается нормальными кривыми распре деления вероятности. Поэтому люди, использующие стандартные модели, могут быть склонны продавать опционы не при деньгах по более низким ценам, чем оправдывается реальной работой рынков.

— Да, это недостаток стандартной модели Блэка-Шоулза. Когда мы начинали, наши самые крупные конку ренты, похоже, не понимали этого, и благодаря этому

дефекту ценообразования была получена значительная часть нашей прибыли. Теперь, однако, все серьезные игроки поняли это обстоятельство, и, думаю, многие модели, имеющиеся в продаже, этот фактор учитывают.

Хотел бы добавить, однако, что одно дело осознавать то, что хвосты толще, чем у нормального распределения, и другое дело знать, что делать дальше. Например, будете ли вы просто подгонять распределение под ваши эмпирические наблюдения и моделировать цены опционов, исходя из полученных кривых? Такой путь имеет некоторые серьезные недостатки. Будете ли вы принимать во внимание вашу стратегию хеджирования? Есть ли какие-то другие переменные, не учитываемые имеющимися моделями? А если есть, то не приведет ли их включение к появлению модели такой сложности, что ее применение станет невозможным?

Иными словами, знание того, что реальное распределение не соответствует нормальной кривой, является лишь первым шагом на пути к решению проблемы. Однако я, честно говоря, до сих пор не понимаю, почему в те времена наши конкуренты не сделали даже этого шага.

— Ну, думаю, что могу дать вам ответ на этот воп рос. Стандартные математические кривые распределе ния плотности вероятности просто не выглядят так (а именно, не имеют более толстых ценовых хвостов).

— Думаю, что это, вероятно, объясняет многое, но предполагает, что реальность соответствует кривой в голове математика. Вера в это может обойтись очень до рого.

— Давайте обсудим другой аспект. Стандартные мо дели ценообразования опционов являются нейтраль ными по отношению к цене — т. е. они исходят из того, что наиболее вероятной точкой является неизменная цена. Отличаются ли ваши модели ценообразования опционов тем, что учитывают направление тренда?

— Этого у нас нет, хотя, думаю, некоторые люди ве рят, что есть. Был одно время слух, что CRT якобы спе циально распространяет информацию о ценовой ней тральности своих стратегий и о хеджировании, но на самом деле мы делаем деньги на направлении. Мы не пытались разубедить людей, потому что это увеличива ло желание людей торговать с нами. Но сейчас, посколь ку в этом уже нет никакой тайны, я подтверждаю это. Наши модели ценообразования нейтральны.

— Давайте предположим чисто гипотетически, что вы разработали модель, которая имеет 60-процентную вероятность правильного указания направления рын ка. Если вы встраиваете эту проекцию тренда, ваша мо дель ценообразования опционов станет асимметрич ной, и теоретически вы сможете заработать больше.

— Если вы думаете, что существует направленное смещение, откройте отдельный счет и торгуйте с ис пользованием этой идеи, но на своем опционном счету торгуйте без смещения. Вы получите ту же выгоду и, если не будет каких-то других факторов, сможете разде лить результаты в соответствии с каждым подходом.

— Считаете ли вы, что у продавцов опционов су ществует долгосрочное преимущество?

— Мне об этом ничего неизвестно.

— Что вы считаете лучшим предсказателем бу дущей волатильности рынка: историческую вола- тильность или подразумеваемую волатильность? (Теоретические модели, используемые для оценки стоимости опционов, на входе используют ряд извес тных параметров (например, текущая цена базового рынка, число дней до истечения опциона) и один клю чевой неизвестный параметр: волатильность рынка в период до истечения опционного контракта. Посколь ку этот параметр неизвестен, все стандартные модели

ценообразования опционов исходят из того, что будущая волатильность будет равна волатильности в недавнее время. Цена опциона, получаемая на основе этой предпосылки, называется справедливой ценой. Некоторые люди исходят из того, что если рыночная цена опциона выше, чем его справедливая стоимость, то опцион переоценен, а если она ниже справедливой стоимости, то он недооценен.

Иная интерпретация отличия рыночной цены опциона от его справедливой цены заключается в том, что рынок просто исходит из того, что волатильность в период, остающийся до истечения опциона, будет отличаться от волатильности в недавнем прошлом, называемой исторической волатильностью. Расчетная волатильность, соответствующая рыночной цене, называется подразумеваемой волатильностью, и если цены опционов являются лучшим предсказателем будущей волатильности, чем волатильность рынка в недавнем прошлом, тогда вопрос о том, переоценен опцион или недооценен, не только не имеет смысла, но и фактически вводит в заблуждение. По существу поставленный выше вопрос эквивалентен вопросу о том, есть ли основания исходить из того, что стратегия покупки опционов, оцененных ниже их справедливой стоимости, и продажи опционов, оцененных выше справедливой стоимости, имеет какие-либо достоинства.)

— Подразумеваемая волатильность, на мой взгляд, лучше.

— Концептуально или эмпирически?

— Мне это кажется совершенно очевидным концеп туально. Подразумеваемая волатильность является кон статацией того, что считают справедливой ценой для будущей волатильности все игроки, находящиеся на рынке и подавшие свои голоса. Историческая волатиль ность не более чем число, представляющее прошлую во латильность.

— В первые дни торговли опционами, однако, когда рынки были очень неэффективными, использовали ли вы стратегию покупки опционов, которые были значительно ниже своей основанной на исторической волатильности справедливой стоимости, и продажи опционов, которые были значительно выше справедливой стоимости?

— Нет, мы даже тогда этим не занимались. Мы никогда не исходили из того, что историческая волатильность является надежным ориентиром для установления истинной стоимости опционов.

— Как же тогда вы определяли, что опцион оценен неправильно?

— Размещая цены покупки и продажи таким образом, чтобы можно было найти какую-нибудь другую сделку, которая снимет риск волатильности, но оставит возможность прибыли. Мы выносили суждения только о том, является ли опцион переоцененным или недооцененным относительно других опционов, а не о том, является ли он неправильно оцененным относительно базового рынка.

— На разработку усовершенствованных моделей ценообразования опционов было истрачено немало времени и энергии. И если цена, полученная с помощью модели, не так хороша в роли индикатора истинной стоимости опциона как текущая рыночная цена, то так ли уж важно, какая именно теоретическая модель используется для получения стоимости опционов?

— Я думаю, разница есть. Вам по-прежнему нужна модель для определения относительной стоимости. Иными словами, вы пытаетесь определить, является ли данный опцион переоцененным или недооцененным относительно других опционов, а вовсе не то, является ли он недооцененным или переоцененным в каком-то абсолютном смысле. Если какие-то две модели имеют

разные мнения насчет относительной стоимости двух опционов, то люди, использующие эти модели, будут торговать друг с другом, причем оба они правы быть не могут. При этом ни один из трейдеров может не иметь мнения о том, является ли данный опцион переоцененным или недооцененным относительно базового рынка. Им важно понимать, насколько опцион переоценен или недооценен относительно других опционов.

— Считаете ли вы, что ваше умение разрабатывать модели ценообразования опционов, дающие более точное измерение относительной стоимости опцио нов, чем стандартные модели, может частично объяс нить успех CRT?

— Модели, конечно, важны, но критическим элемен том являются люди. Для того, чтобы компания такого размера работала как часы, требуется подбор исключи тельных людей.

Во время интервью в комнату вошли и включились в разговор три других сотрудника CRT — Джин Фрост, Гас Пеллицци и Нил Нильсон.

— Как CRT в этом отношении отличается от других трейдинговых компаний?

Гас: Люди, которых вы здесь интервьюируете, сказали мне в свое время, что нас от других компаний отличает то, что в других фирмах, похоже, интересуются исключительно технической компетенцией — уровнем образования и опыта. CRT, напротив, стремится также обращать внимание на самого человека и на то, как этот человек сможет общаться с другими людьми в своей рабочей группе.

— Людей какого типа ищет CRT?

Джин: В первые годы мы стремились нанимать самых умных людей. Мы даже наняли чемпиона мира по го. Это чрезвычайно умный человек, соображающий

быстро, как компьютер. Но однажды он провел плохую сделку, запаниковал и не смог собраться, чтобы закрыть позицию и признать, что совершил ошибку. Он прождал до конца дня и все равно не вышел. К счастью, Джо заметил ошибку ночью, но все равно она обошлась нам в 100 тыс. долларов. И хотя этот парень был очень умным, в его характере был изъян, позволивший этой ошибке выйти из-под контроля. Неважно, почему этот парень сломался — потому что не хотел выглядеть плохо или по какой-то другой причине, — но в конце концов все сводится к дефекту в характере. Джо как-то сказал, что скорее предпочтет иметь хорошего трейдера, которому он может доверять, чем умного трейдера, которому он доверять не может. Когда мы нанимаем людей, мы смотрим на три вещи: характер, характер и характер.

Гас: Думаю, мы стараемся нанимать людей, которые менее эгоцентричны и больше склонны к командной работе, чем это характерно для всей нашей отрасли. Многие другие фирмы также могут говорить эти слова, но не думаю, что они являются настолько неотъемлемой частью компании, как у нас в CRT. Это не означает, что мы всегда все делаем правильно, но уже то, что мы хотя бы пытаемся, позволяет нам быть впереди.

Джо: Я бы описал наших людей как людей, которые получают удовольствие от успеха группы не меньше, чем от своего личного успеха. Мы ищем не людей, жертвующих собой ради чьего-то блага, а скорее людей, которые могут получать удовольствие от успеха группы. Люди с таким отношением увеличивают ценность каждого находящегося рядом человека. Когда вы собираете вместе людей, не беспокоящихся о том, что думает руководство о каждом из них в отдельности, вы приобретаете огромное преимущество над конкурентами.

— Как вы определяете, хорошо ли работает тот или иной человек, если свой вклад в конечный результат вносят столь многие люди?

Джо: Это можно определить. Люди, работающие с человеком, знают, вы можете спросить их, и они вам скажут. Недавно я потратил некоторое время, изучая работу одного из сотрудников CRT. Он исписал кучу страниц информацией, показывающей, чем он занимался, и описывающей его приоритеты. Примерно через час я, наконец, спросил: «Послушайте, а что, по вашему мнению, вы делаете? Как вы себя оцениваете? Не чем вы заняты, не как напряженно вы работаете, а каковы ваши реальные результаты?» Он подумал минутку и сказал: «Ну, я думаю, меня следует уволить». И он дал мне честную оценку, включая описание своих недостатков. Он знает как работает лучше, чем если бы я все время сидел у него за спиной. И он искренне хочет делать все правильно. В общем, если я доверяюсь кому-то и прошу этого человека дать себе самооценку, такой человек обычно поступает честно и оказывается своим самым беспощадным критиком.

— Послушайте, не каждый может обладать нужными талантами для того, чтобы правильно выполнять свою работу. Иной раз человек может придти и честно сказать: «Мне нравится CRT, и я хочу быть командным игроком», — но у него все равно нет врожденного таланта для того, чтобы выполнять эту работу. Или же человек может сначала думать, что справится с работой, но позднее поймет, что это не так. Может быть, он недостаточно быстр, а может быть — слишком эмоционален. Такие вещи должны случаться. Как вы выходите из таких ситуаций в своей организации?

Джо: Так же, как и везде. Но разница состоит в том, что если человек не эгоцентричен, гораздо легче выяснить тот факт, что он не подходит для работы. Он признает это гораздо быстрее. Когда вы находите правильного человека, и он видит, что не может выполнять свою работу, он сам к вам придет.

— Бывает так, чтобы другие члены команды, при ходили и говорили: «У этого человека ничего не полу чается»?

Нил: Конечно, бывает и так. Но когда это происходит, мы очень стараемся найти для такого человека другое место в CRT. Такие вещи происходят сплошь и рядом.

— И помогает это?

Нил: Когда к нам попадает человек, обладающий, по нашему мнению, правильным отношением к делу, он чаще всего добивается успеха.

— Что отличает преуспевающих трейдеров от не удачников?

Джо: Преуспевающие трейдеры чаще ведут себя инстинктивно и не слишком полагаются на анализ.

— Почему аналитический склад ума мешает челове ку быть хорошим трейдером?

Джо: Может быть, потому, что аналитический склад ума препятствует развитию интуитивных качеств и способностей. Собственно говоря, люди с наиболее развитым аналитическим умом имеют тенденцию быть наихудшими трейдерами.

— Какие другие черты характерны для хороших трейдеров?

Джо: Скромность — умение признавать свои ошибки.

— Не страдает ли ваша прибыль оттого, что появи лось много конкуренции со стороны других высоко развитых фирм, применяющих торговые стратегии, сходные с вашей?

Гас: Конечно. Прибыль теперь значительно меньше, чем была когда-то.

— Как вы с этим справляетесь?

Джо: Норма прибыли уменьшилась, но объем вырос. Кроме того, в любом бизнесе норма прибыли уменьшается только до определенной точки. Прибыль не может уменьшиться так, чтобы тот, кто работает в данном бизнесе эффективно, не мог заработать себе на хлеб. Следовательно, если вы можете быть более эффективными, для вас всегда найдется достаточная норма прибыли — может быть, и не в каждый момент, но, конечно, в длительной перспективе. Я считаю, что это справедливо для практически любого бизнеса.

— CRT — по-своему выдающаяся фирма. Что делает компанию такой уникальной?

Джо: Мы в CRT верим в философию, заключающуюся в том, что люди работают лучше всего тогда, когда работают друг для друга. Люди считают, что успех CRT является результатом какой-то секретной компьютерной модели. Однако я думаю, что CRT преуспела потому, что мы построили команды. Мы стараемся давать людям много власти и платим им столько, сколько они стоят. Меня часто спрашивают, что является причиной успеха CRT. И я с готовностью говорю об этом людям, потому что: а) они мне не поверят, и б) даже если они мне поверят, они не смогут научиться делать то же самое — верить людям и передавать им полный контроль.

Другие люди, занимающиеся торговлей такого же типа, нередко подходят к ней слишком механически. Люди, имеющие математический склад ума, считают, что если вы сможете вывести правильную формулу, то она решит для вас всю задачу. Это не так. Большинство предприятий имеет тенденцию считать, что работать должен только один мозг плюс целая куча механических исполнителей. Построить машину, которая использует много разных мозгов, качественно дополняющих друг друга — это настоящее искусство. Большинство людей не хочет идти по такому пути. Обычно кто-нибудь один хочет думать, что это его ум приводит все в движение, и не стремится

воздавать должное или передавать ответственность другим людям. Здесь дела делаются по-другому.

На мой взгляд, то, что здесь происходит — это своего рода волшебство, и я не знаю, можно ли его передать другим. Без этого CRT была бы гораздо меньшей по размеру трейдинговой компанией. Мы смогли бы оставаться в бизнесе и получать прибыль, но это было бы ничто по сравнению с тем, чего мы достигли сегодня.

— Когда вы говорите «без этого», вы имеете в виду взаимоотношения между людьми?

Джо: Да, именно поэтому так приятно приходить на работу. Я считаю себя невероятно счастливым потому, что могу работать в такой среде, среди этих людей.

Джо Ричи являет собой живое доказательство того, что творческое мышление может быть мощнее сложного анализа. Хотя Ричи не получил формального математического образования, он смог разработать модель ценообразования опционов, которая, судя по результатам CRT, должна быть лучше, чем все преимущественно используемые модели, полученные научным путем.

Торговые стратегии, осуществляемые в CRT, мало зависят от отдельных трейдеров. Главные уроки, которые следует извлечь из этих интервью, я думаю, связаны не с торговлей, а скорее с вопросами управления. Огромный финансовый успех и всеобщая лояльность служащих в CRT являются, несомненно, следствием управленческой философии Джо Ричи: разделяй ответственность и разделяй прибыль. Эта политика кажется настолько разумной, что встает вопрос, почему ее не используют другие компании. Слышишь ли ты, корпоративная Америка?

БЛЭРХАЛЛ

КАК ПОЛУЧИТЬ ПРЕИМУЩЕСТВО

Блэр Халл *(Blair Hull)* пришел в торговлю через блэкджек. Это не так странно, как может показаться, поскольку между этими двумя видами деятельности на самом деле существуют весьма сильные параллели. Дело не столько в том, что успех в торговле похож на удачу в игре, а скорее в том, что последовательный выигрыш в обоих видах деятельности зависит от стратегии и дисциплины, а не от удачи. Удача играет свою роль только какое-то короткое время, и тогда ее потенциально вредное влияние должно быть нейтрализовано средствами управления капиталом. После того, как казино взяли на заметку команду игроков Халла, он стал искать другие способы заработать, используя теорию вероятностей. Он нашел, что те же общие принципы можно использовать для получения прибыли из расхождений в ценах, происходящих на рынках опционов. В конце 1976 года Халл начал с 25 тыс. долларов и к началу 1979 года увеличил эту сумму в 20 раз. В последующие годы он продолжил получать прибыль, делая в среднем 100% годовых (за исключением тех лет, когда он уходил в длительные отпуска).

Примечание: читателям, не знакомым с опционами, рекомендуется прочитать Приложение, чтобы понять термины, приводимые в настоящей главе.

В 1985 году он основал Hull Trading Company (HTC) для того, чтобы более широко применять свои торговые стратегии. Компания, начавшая свою работу с пятью служащими, быстро росла и достигла к середине 1991 года численности штата в 100 человек. Если рост числа служащих там шел в арифметической прогрессии, то рост числа компьютеров происходил в геометрической прогрессии. Компьютерное оборудование занимает целый этаж офисного здания HTC. Другой трейдер опционами, работающий на Чикагской опционной бирже и снимающий офис в том же здании, жалуется: «Администрация здания была вынуждена установить дополнительную батарею кондиционеров на крыше из-за того, что компьютеры Халла съедали весь холодный воздух».

Компания Халла использует сложные стратегии, торгуя на широком диапазоне взаимосвязанных опционных рынков, сопоставляя их так, чтобы извлекать прибыль из временных расхождений цены, одновременно поддерживая чистый риск фирмы на минимальных уровнях. HTC является маркет-мейкером на нескольких биржах, включая CBOE, Чикагскую товарную биржу, Американскую фондовую биржу, Нью-Йоркскую фондовую биржу и различные иностранные биржи. На фирму приходится свыше 10% общего объема торгов по ряду опционов, для которых она делает рынок.

Все позиции, открываемые трейдерами компании, число которых сегодня составляет 25 человек, непрерывно отслеживаются в режиме реального времени. Стратегии постоянно пересматриваются с тем, чтобы учитывать изменения и в рыночных ценах, и в позициях, открытых фирмой с отставанием от реального времени всего на две секунды. Теперь вы понимаете, для чего Халлу нужны все эти компьютеры.

График торговой прибыли HTC выглядит как реклама какой-нибудь торговой системы, за исключением того, что в данном случае результаты настоящие. Начальная ставка в 1 млн долларов с 1985 года к середине 1991 вы-

росла до 90 млн после вычета затрат (валовая торговая прибыль за этот период была значительно больше, приблизительно 137 млн долларов). По-настоящему замечательным достижением является, очевидно, скромный уровень риска фирмы, несмотря на эти весьма значительные выигрыши. С момента своего появления НТС достигала прибыли в 58 из 69 месяцев (после вычета затрат), причем лишь один из этих месяцев был сведен с чистым торговым убытком (до вычета затрат).

Данное интервью было проведено в конференц-зале НТС. В разговоре о своей карьере Халл показался мне относительно спокойным и открытым. Особенно мне понравилась его откровенность, когда он описывал свой опыт игры в блэкджек.

— Как вы впервые столкнулись с рынками?

— Впервые мой интерес, вероятно, проявился еще в те времена, когда мой дед чертил графики акций. Я не совсем понимал, что он делает, но сама по себе идея за ставить капитал работать на себя казалась привлекатель ной. Стремление узнать о финансовых рынках привело меня на экономический факультет университета Санта-Клара. Окончив его, я получил работу аналитика цен ных бумаг в Blair and Company. Ровно через три месяца после этого, во время медвежьего рынка 1969 года, ис следовательский отдел фирмы на Западном побережье был ликвидирован.

— Узнали ли вы что-нибудь о рынках во время сво ей короткой карьеры?

— Я узнал, чем занимаются финансовые аналитики. Я прочитал Грэма и Додда и разобрался в фундаменталь ном анализе." Я подумал, что подход этот был слишком

Халл имеет в виду книгу Грэма и Додда «Анализ ценных бумаг» *(Security Analysis by Graham and Dodd),* которая многими считается библией фундаментального анализа фондового рынка.

субъективным, его нельзя было выразить количественно или систематизировать. Поэтому я не захотел больше этим заниматься.

— После того, как вас сократили, нашли ли вы другую работу в должности аналитика?

— Нет, я начал работать, продавая машинное время на больших компьютерах. Однако эта работа по существу носила маркетинговый характер, а меня больше интересовала аналитическая работа. Примерно через год я ушел и поступил в отдел исследований операций Kaiser Cement. В то время я заинтересовался игрой в блэкджек, прочитав написанную Эдом Торпом книгу под названием «Обыграй крупье» *(Beat the Dealerby* Ed Thorp). С 1971 по 1975 год я регулярно посещал казино Невады.

— А в то время вы жили в Неваде?

— Нет, я жил в Калифорнии. Но при каждой возможности я ездил поиграть в блэкджек. В то время я, вероятно, проводил в Неваде дней пять в месяц. В некотором смысле всему, что у меня есть, я обязан штату Невада. Он не только позволил мне набрать первоначальный торговый капитал, опыт игорных ставок научил меня многому, что позволило мне стать преуспевающим трейдером.

— Будет ли справедливым сказать, что книга Торпа является отчасти причиной вашего успеха в роли трейдера?

— Книга эта, безусловно, научила меня методологии игры в блэкджек. Не думаю, что без этих знаний я смог бы торговать на бирже сегодня.

— Какая основная стратегия описывалась в этой книге?

— В соответствии с основополагающими правилами блэкджека банк всегда имеет небольшое преимущество. Однако если сдается много мелких карт — т. е. в коло-

де остается много десяток и тузов, — то шансы могут переместиться в пользу игрока, скажем, на 1-2 процента (десятками называются карты, которые дают игроку десять очков, и эти карты включают в себя все карты с картинками, а не только сами десятки).*

— Значит, секрет в том, чтобы следить за картами и, когда выходит относительно большое число тузов и десяток, ставить очень мало или не ставить совсем?

— Правильно. Именно это я и делал. Используя этот метод, я делал где-то пять ставок в час.

— Я представляю себе стол для игры в блэкджек, вы сидите за ним, и вам постоянно сдают карты. Как, с прак тической точки зрения, вы можете делать такие выбо рочные ставки, не оказываясь в неловком положении?

— Моя стратегия заключалась в том, чтобы разыгры вать только те сдачи, которые имеют повышенные шансы на успех. Я воздерживался от активной игры и занимался так называемым обратным подсчетом карт. Вам это может сходить с рук, если вы ставите небольшие суммы денег.

— Удалось ли вам сразу же достичь успеха, исполь зуя эту технику?

— Честно говоря, при первой попытке я сделал толь ко примерно пятьдесят ставок и получил в итоге чистый

Цель игры в блэкджек — набрать общее число очков больше, чем у крупье, но не выше двадцати одного. Каждой карте присваивается число очков, равное ее номиналу, за исключением карт с картинками, каждая из которых оценивается в десять очков, и тузов, каждый из которых может оцениваться либо как одно, либо как одиннадцать очков, по выбору игрока. Блэкджеком называется комбинация из двух карт, состоящая из туза и десятки. Если игрок получает блэкджек, он выигрывает в полтора раза больше своей ставки, если только крупье не получает такую же сдачу, в каковом случае результат считается ничейным. Если один только крупье получает блэкджек, все игроки проигрывают автоматически. Игрок может брать сколько угодно карт при условии, что сумма их очков ниже двадцати одного. Если сумма очков превышает 21, игрок автоматически проигрывает. Чем больше десяток и тузов остается в колоде, тем лучше шансы игрока.

убыток. Тогда я произвел кое-какие расчеты, дабы понять, сколько ставок я должен делать, чтобы в длительной перспективе выигрывать наверняка.

— Иными словами, причина, по которой с пятью десятью ставками не получилось, заключалась в том, что пятьдесят — слишком небольшое число, и поэтому шансы на выигрыш были еще слишком близки к равным.

— Правильно. Я знал, что если буду продолжать играть, имея некоторое преимущество, то в конце концов смогу выиграть. Следуя совету Торпа, я начал с капитала в 120 долларов и делал ставки от одного до четырех долларов. Через два года я заработал 10 тыс. долларов.

Примерно в это время я подружился с другим игроком в блэкджек, который рассказал мне о некоей преуспевающей команде игроков. Он сказал: «Это очень скрытная команда, и я не могу назвать тебе имя ее руководителя. Но я дам ему твое имя, и, может быть, он с тобой свяжется». Через пару месяцев друг мой погиб в автомобильной аварии, и я решил, что потерял всякую возможность связаться с этой командой. Однако примерно через год организатор команды позвонил мне.

Фактически в течение этого времени я пытался организовать свою собственную команду. Однако мне не удалось добиться особого успеха в подборе квалифицированных членов. Например, как-то раз мы должны были встретиться в «Сахаре» в Лас-Вегасе — городе, где мы всегда играли. Один из игроков, однако, знал только о «Сахаре» в Лэйк-Тахо. Именно туда он и поехал. И весь уик-энд мы не могли понять, куда он подевался.

— Почему вы заинтересовались командным подходом вместо того, чтобы продолжать играть в одиночку?

— Играете вы в блэкджек или торгуете, ваша прибыльность зависит от наличия у вас преимущества и

от того, сколько раз вы можете использовать это преимущество. Командный подход дает две выгоды. Во-первых, предположим, что в течение уик-энда игры шансы моего выигрыша равны двум из трех. Объединяя средства с другим человеком, вы удваиваете число торговых дней, и в результате вероятность выигрыша повышается до трех из четырех. Чем больше игроков вы объединяете, тем больше ваши шансы на успешный результат.

— Иными словами, если вы имеете преимущество, то, значительно увеличивая число ставок, вы прибли жаете вероятность успеха к неизбежности. Это выгля дит так, как если вы создали мини-казино внутри ка зино, причем казино чаще оказывается в убытке. Вы упомянули еще одно преимущество.

— Командный подход позволяет вам увеличить мак симальный размер ставки. Теоретически самая большая ставка, которую вы можете сделать, должна составлять одну пятидесятую вашего капитала. Если у вас 1 тыс. долларов, это означает, что самая большая ставка долж на быть 20 долларов. Если, однако, объединяются пять игроков, и у каждого по 1 тыс. долларов, размер макси мальной ставки увеличивается до 100 долларов.

— Вы хотите сказать, что каждый человек мог опре делять максимальный размер своей ставки, основыва ясь на объединенном капитале всех игроков, не увели чивая при этом свой личный риск?

— Совершенно верно.

— А команда приняла вас в свои ряды?

— У этой команды был ряд тестов, которые должен был пройти кандидат для того, чтобы стать ее членом. Я думал, что был очень умелым игроком, но на самом деле провалил тест. Для того, чтобы стать членом этой команды, я должен был улучшить свои навыки.

— Какие были у вас недостатки?

— Они были практически во всем. Были изъяны в моей основной стратегии. Я недостаточно быстро счи тал карты. Я не мог точно оценивать колоду.

— Как вы оцениваете размер колоды?

— Казино обычно использует комплекты из четырех колод. Команда использовала восемь различных раз меров колоды, поделенных на сегменты по полколоды. Нужно было практиковаться в узнавании этих различ ных колод до тех пор, пока вы не могли различить их с другого конца комнаты.

— Какой метод использовала команда для подсчета карт?

— Они использовали метод под названием «усовер шенствованный подсчет очков Ривера» *(Revere Advance Point Count):* двойки, тройки и шестерки получали значение 2, четверки значение 3, пятерки значение 4, семерки значение 1, восьмерки значение 0, девятки значение -2, а десятки значение -3; по тузам велся отде льный счет. Чем выше счет — т. е. чем больше высоких карт остаются несданными, — тем более благоприятны шансы для игроков.

— Нужно ли было стандартизировать подсчет в за висимости от числа остающихся карт?

— Да. Необходимо делить результат подсчета карт на количество остающихся колод. Например, если счет равен десяти и остается две колоды, то правильный счет будет равен плюс пяти. Если остается только полколо ды, правильный счет будет равен плюс двадцати. По-на стоящему нужно беспокоится о концентрации высших карт в несданной колоде.

— Использовал ли Торп в своей книге аналогичный подход?

— Торп начинал с подсчета десяток и «недесяток». В своей второй книге он пересмотрел этот подход так, что карты с двойки по шестерку получали значение +1, семерки, восьмерки и девятки были нейтральными, а де сятки и тузы имели значение -1.

— Таким образом, по существу усовершенствован ный подсчет очков Ривера был более изысканной вер сией подхода Торпа.

— Правильно. Существует некий компромисс между точностью и сложностью ведения подсчета. Даже под ход Ривера не давал оптимального решения, основанно го на теории вероятности. Но если использовать более сложный (и, предположительно, более точный) метод подсчета, вы можете стать подверженным совершению большего числа ошибок.

— Трудно ли было держать в памяти правильный подсчет?

— Нужно много практиковаться, требуется дис циплина. Кроме того, вы вырабатываете умственные стереотипы. Например, если видите пятерку и десятку вместе, то автоматически воспринимаете эту комбина цию как +1, потому что пятерка имеет значение +4, а десятка — значение -3.

— Сколько времени вы проводили, оттачивая эти навыки?

— Сначала это отнимает много времени. Но потом требуется лишь попрактиковаться пару часов перед каж дой поездкой.

— Были ли вы поражены, когда провалили тест ко манды? Что было потом?

— Всего было десять разных тестов. Мне сообщи ли о пробелах в моих знаниях. Я попрактиковался примерно месяц и повторно сдал тест, на этот раз ус пешно.

— Сколько людей было в то время в команде?

— Когда я вступил в нее, там было восемь членов, но постепенно она выросла до примерно двадцати.

— Не требует ли такого рода предприятие большого доверия и честности? Если вы объединяли свои средства, а играли независимо друг от друга, как могли игроки знать, что на самом деле делали другие члены команды?

— На более поздних стадиях мы даже начали использовать детектор лжи. Я и проходил тест на детекторе, и сам проводил. Но сначала никаких детекторов лжи не было, люди просто доверяли друг другу.

— Когда люди начали проявлять подозрение к другим членам команды?

— *(Смеется.)* Стало ясно, что один из игроков не множко подворовывает.

— Поскольку эффективность детекторов лжи является вопросом весьма спорным, мне любопытно, верили ли вы в то, что эти тесты действительно работают?

— Вообще говоря, я думаю, что они верны примерно в 85% случаев. Я прошел четыре теста и провел порядка шести. Бесспорно, процесс подготовки к проверке на детекторе лжи и проведение такого теста могут извлекать информацию из людей. В одном случае я в буквальном смысле слова видел, как кровь отхлынула от лица человека, когда я задал ему один вопрос. Люди признавались мне до, во время и после теста на детекторе лжи. Иногда информация оказывалась незначительной, например такая, как неточный учет некоторых расходов. Иногда проблемы были более серьезного характера. Например один парень, играя с нами, одновременно играл на другую команду, а это означало передачу конкуренту нашей информации.

— Команда ваша работала как команда или просто как группа индивидуалов, использующих общий банк?

— Было несколько вариантов команд. В этой конк ретной большой команде использовался метод, в кото ром был один «главный игрок» и несколько счетчиков карт. Счетчики карт сидели за несколькими разными столами и ставили по чуть-чуть. Затем, когда счет скла дывался очень благоприятный, они подавали сигнал главному игроку.

— Это делалось для того, чтобы работа шла неза метно?

— Правильно. Если человек не смотрит на карты, как он может их считать?

— Сколько времени потребовалось казино, чтобы узнать о существовании команды?

— Чуть больше шести месяцев. Мы начали играть очень по-крупному. Мы все раскручивались и раскручи вались. И, наконец, стали использовать максимальную ставку, и тогда они уже знали, кто мы такие.

— Они знали, что все вы члены одной и той же ко манды, или просто стали узнавать вас по отдельности?

— Они знали каждого из нас, затем медленно начали устанавливать связи между нами. В казино было детектив ное агентство, которое специализировалось на обнаруже нии счетчиков карт. Агентство относило счетчиков карт к той же категории, что и мошенников с игральными костя ми и специалистов по игральным автоматам. Естественно, казино не хотят иметь дело с умелыми игроками. И я это понимаю. Я бы тоже так считал, если 6 владел казино.

— Счетчика карт легко обнаружить, потому что он не играет каждую сдачу?

— Его легко заметить, даже если он играет каждую сдачу.

— Из-за изменения размера ставки — когда он ста вит по-маленькой на сдачу с низкой вероятностью вы игрыша?

— Да. Если я стою за спиной человека, играющего с большой суммой денег, я очень быстро могу сказать, ка ким уровнем преимуществ или недостатков он обладает.

— А вы не думали сначала, что команда просущест вует дольше, прежде чем казино поймает ее?

— Думаю, что если бы мы были немного благора зумнее, команда смогла бы просуществовать дольше. Одной из наших проблем было то, что один из членов команды был более заинтересован в написании книги, чем в продолжении успеха команды (Халл ссылается на книгу «Главный игрок» Кена Астона *(The Big Player* by Ken Uston). Парадоксально, но именно я уговорил остальных партнеров разрешить ему быть главным иг роком. Это оказалось началом падения команды. Люди испытывают внутреннюю потребность признания. У него потребность признания была — даже со сторо ны казино. До тех пор, пока вас не перестают пускать внутрь, казино еще не признало того, что вы хороший игрок. В этом смысле есть прямая параллель с торгов лей на рынках.

— Давайте поговорим об этой связи.

— Это одно и то же. Люди, которые хотят быть при знаны как величайшие трейдеры, на самом деле, вероят но, отнюдь не величайшие трейдеры. Процессу мешает их самомнение. По-моему, не стоит становиться вели чайшим биржевым игроком.

— Прежде чем мы перейдем к связи между блэкдже-ком и торговлей, мне любопытно узнать: можно ли и се годня победить казино, используя метод подсчета карт?

— Безусловно. Если бы у меня совсем не осталось де нег, я несомненно отправился бы в казино.

— Почему тогда казино не используют колоды боль шего размера или не перетасовывают карты чаще, что бы сделать методологию подсчета карт бессмысленной?

— Во-первых, обилие книг, посвященных стратегиям блэкджека, фактически помогает казино давать людям надежду на выигрыш. Кроме того, для выигрыша кри тическое значение имеют не математические навыки, а дисциплина, позволяющая твердо придерживаться сис темы. Существует очень немного людей, которые могут выработать в себе навыки, позволяющие им получать преимущество, но еще меньше людей могут эмоцио нально переносить убытки и по-прежнему продолжать придерживаться системы. Вероятно, лишь один из пя тисот человек имеет дисциплину, необходимую, чтобы преуспеть.

— Помогали ли команды, в которых вы играли, поддерживать необходимую дисциплину?

— До некоторой степени команда помогает вам выра батывать дисциплину. Она почти как армия — вы долж ны выполнять свои функции в определенных условиях и иметь определенный уровень навыков. Дисциплина поддерживается командой как некий саморегулируемый процесс. Индивидуалу иметь такой же уровень дисцип лины очень трудно.

— Таким образом, казино оставляют возможность выигрыша в блэкджек путем подсчета карт, потому что большинство людей неправильно применяет стра тегии выигрыша.

— Совершенно верно.

— Какой элемент вашего опыта игры в блэкджек, по вашему мнению, помог вашему успеху в роли трейдера?

— Опыт прохождения через длительные периоды проигрышей и наличие веры, позволяющей придер живаться системы, веры, опирающейся на знание того,

что я имел преимущество — вот что очень помогло мне, когда я пришел работать на биржу. Кроме того, очень полезным был опыт управления риском. При игре в блэкджек, даже если у вас есть преимущество, все равно бывают периоды значительных убытков. Когда это происходит, вы должны уменьшать размер ставки для того, чтобы избежать возможного разорения. Если вы теряете половину своих денег, надо уменьшить размер ставки вдвое. Это трудно делать, когда вы здорово проигрались, но для выживания необходимо.

— По вашим словам, блэкджек и торговля очень по хожи.

— Верно. Все, что требуется, это математическое пре имущество и управление капиталом для того, чтобы ос таваться в игре. Все остальное происходит само собой.

— Что произошло после того, как команда была ра зоблачена?

— Некоторое время я использовал те же принципы для организации небольших команд. Я держался тихо и был счетчиком, а не главным игроком, и играл в других местах, в таких как Атлантик-Сити. Когда я устал от этих бесконечных поездок, я попытался найти другие спосо бы применения теории вероятности. Какое-то время я играл в покер, но нашел, что, хотя у меня были все не обходимые математические навыки, способностей для этой игры у меня не хватало. Каждый раз, когда ко мне приходила карта, и я ставил по-крупному, все сбрасыва ли свои карты, а каждый раз, когда я блефовал, все оста вались в игре.

— Поправьте меня, если я не прав. В блэкджеке правила абсолютно жесткие. Крупье должен сдавать или не сдавать карту в зависимости от числа очков, а в покере люди имеют больше выбора, и действующим фактором становится понимание вашего противника.

Таким образом, даже если у вас есть математическое преимущество, но люди могут правильно видеть ваши эмоции, а вы не можете видеть их, то вы свое преимущество теряете.

— Правильно, вы теряете преимущество, причем полностью. Блеф является необходимым элементом этой игры. Есть один математик, написавший несколько очень хороших книг по стратегии покера. Но сам он так и не смог сделать денег, играя в покер.

— Верите ли вы в то, что некоторые из преуспевающих трейдеров операционных залов биржи добиваются успеха, потому что хорошо умеют понимать настроение людей?

— Безусловно. Вы можете до некоторой степени чувствовать, когда оказывается в беде другой участник рынка. Иными словами, вы можете увидеть, что ему любой ценой нужно провести сделку. Поэтому даже если вас устраивает предлагаемая им цена, вы ждете, потому что знаете, что он в конечном счете продаст еще дешевле. Однако этот подход никогда не был важным элементом в моей собственной торговле. Большинство сделанных мною денег является результатом правильного понимания механизмов ценообразования опционов.

— Когда вы занялись собственно торговлей?

— Во время периода, когда я сворачивал свою деятельность на поприще блэкджека, я начал работать над моделями оценки опционов.

— Была ли ваша модель сходна со стандартными моделями, такими как Блэка-Шоулза?

—Работа Блэка-Шоулза была опубликована в 1973 году. Я не был знаком с ней, поэтому в 1975 году напряженно работал над созданием этой самой модели, которая на самом деле уже была разработана. В конце 1976 года я подал заяв-

ку на место маркет-мейкера на Тихоокеанской фондовой бирже.

— В чем была суть вашего торгового метода?

— Каждый день я проводил расчеты с помощью ком пьютерной программы, которая осуществляла оценку теоретической стоимости опционов, позволявшую мне видеть, сколько должен стоить каждый опцион при каж дой конкретной цене базовой акции. Далее каждый раз, когда цена опциона сильно отличалась от моей теорети ческой модели, я покупал или продавал его.

— Таким образом, когда вы начали торговать опци онами, вы искали те опционы, которые были непра вильно оценены.

— Совершенно верно.

— Это поднимает интересный вопрос. Поскольку теоретическая стоимость основывается на историчес кой волатильности, не означает ли этот подход, что историческая волатильность является лучшим пред сказателем будущей волатильности, чем подразумева емая волатильность? (Подробное описание концепций, лежащих в основе этого вопроса, см. в интервью с Джо Ричи, стр. 467-468.)

— Нет. Эмпирические исследования показали, что в качестве прогноза будущей волатильности лучше ис пользовать подразумеваемую волатильность, чем исто рическую.

— Тогда каким же образом вы могли делать деньги, торгуя на основе отклонения цены от вашей модели?

— Настоящим ключом является относительная стои мость. Не важно, какую модель вы используете, при ус ловии, что вы применяете ее последовательно для вычис ления цен всех опционных контрактов. По-настоящему меня интересовали лишь разности цен между различны-

ми опционными контрактами. Я подгонял цены модели таким образом, чтобы теоретическая цена опциона при деньгах соответствовала рыночной цене. Например, если модель говорила, что опцион при деньгах должен стоить 3, но фактически этот опцион торговался по 3 V_2, я повышал параметр волатильности в модели таким образом, чтобы теоретическая цена опциона при деньгах увеличилась до 3 $^1/_2$. После того, как вводилась такая поправка, рыночные цены всех остальных опционов должны были совпадать с расчетными. Затем оставалось лишь покупать те опционы, которые торговались дешевле, и продавать те, которые были дороже.

— Иными словами, вы искали расхождения не меж ду рынком и моделью, а между рыночными ценами от дельных опционов.

— Да. Я сказал бы, что в те времена большая часть моих денег делалась именно в таких сделках.

— Помимо того факта, что математические модели оценивают неизвестную будущую волатильность, ис пользуя прошлую волатильность, есть ли в использо вании этих моделей какие-то другие потенциальные недостатки?

— Большинство моделей исходит из того, что цено образование опционов на акции следует нормальному распределению вероятностей. На самом деле я обнару жил, что реальная форма распределения цен практи чески на всех финансовых рынках имеет, как правило, более широкие хвосты, чем можно было бы предполо жить, исходя из нормального распределения.

— Говоря простым языком, вы имеете в виду, что стандартные математические модели не дают точного отражения того, как должны быть оценены опционы в реальном мире, потому что экстремальные движения цен случаются значительно чаще, чем можно было бы

ожидать, исходя из стандартных предпосылок этих моделей.

— Правильно.

— **Это означает, что покупать опционы глубоко не при деньгах более разумно, чем можно было бы пред положить, основываясь на стандартных моделях.**

— Правильно — особенно в случае враждебных пог лощений компаний.

— **Таким образом, стандартные модели вызывают ошибочное желание продать опцион глубоко не при деньгах более охотно, чем следовало бы?**

— Да, безусловно. Во всех классах опционов если вы верите в эту модель, вы должны продавать больше таких опционов.

— **Теряли ли вы в результате этого деньги?**

— Нет. Я делал деньги постоянно, но такая стратегия — продажа опционов далеко не при деньгах — ведет к постоянной прибыли до тех пор, пока не произойдет ка тастрофа. Затем вы теряете все и даже больше.

— **Вам, вероятно, удалось избежать катастрофы при использовании этого подхода?**

— Мне повезло пережить катастрофы, которые не вывели меня из игры, хотя это и могло произойти.

— **Не могли бы вы привести мне конкретный при мер?**

— В 1981 году я профинансировал трейдера на Аме риканской фондовой бирже, который продал опционы не при деньгах на акции одной компании в ситуации ее враждебного поглощения. Я потерял в одной этой сдел ке почти третью часть своего капитала. Эмоционально я справился с этой ситуацией очень хорошо. К сожалению, примерно через неделю я пережил еще один большой

убыток по проданному колл-опциону не при деньгах на акции Kennecott. Парадоксально, но хотя моя позиция была относительно мала, движение за ночь было настолько огромным, что и убыток оказался весьма внушительным. После этих двух поглощений компаний я потерял почти половину своих денег.

— Сколько времени вы уже торговали к тому моменту?

— Примерно четыре с половиной года.

— Правильно ли я вас понимаю? Лишь две эти сделки стерли приблизительно половину прибыли, которую вы накопили к тому моменту в результате, по-видимому, тысяч других сделок?

— Правильно.

— А чего вы достигли за эти четыре года?

— За первые два года работы в этом бизнесе я получил по 400% прибыли в год. А потом в среднем получал 100% в год.

— А как насчет 1981 года, когда вы понесли два этих больших убытка?

— Я все равно завершил этот год с прибылью.

— Делалась ли ваша торговая прибыль строго на использовании отклонений цены?

— Да. Спекулянты обычно находятся на одной стороне рынка. Например, они могут покупать колл-опционы не при деньгах. В то же время институциональные инвесторы могут продавать долгосрочные колл-опционы. Умный маркет-мейкер является до некоторой степени агентом по передаче риска. Он покупает колл-опционы у учреждений и продает другие колл-опционы спекулянтам, стараясь сбалансировать свою позицию так, чтобы общий риск был как можно меньше.

— Вы всегда хеджировались полностью?

— Я всегда старался быть относительно захеджированным. В ситуации поглощения компании, однако, вы можете думать, что захеджированы, но движение цены происходит настолько быстро, что фактически никакого хеджа нет.

— Вы упоминали, что спекулянты обычно покупают опционы. Верите ли вы в то, что существует отклонение от правильного ценообразования из-за того, что людям нравится покупать опционы?

— Если вы сравните по ряду рынков исторические гра фики подразумеваемой волатильности с графиками ис торической волатильности, вы увидите, что подразумева емая волатильность имеет ярко выраженную тенденцию быть выше — а это закономерность, которая позволяет предположить, что такое смещение существует.

— Означает ли это, что занятие постоянной прода жей опционов является жизнеспособной стратегией?

— Думаю, что у постоянного продавца действитель но есть преимущество, но я не стал бы так торговать, по тому что риск этого подхода очень велик. Но, отвечая на ваш вопрос, да, я в принципе думаю, что покупатель опционов находится в более слабой позиции.

— Бывают ли в ситуации поглощений компаний признаки того, что что-то должно произойти — напри мер, опцион неожиданно начинает торговаться значи тельно в стороне от той цены, по которой должен был бы торговаться?

— Конечно. Собственно говоря, в последние годы не которые представители регулирующих органов начали обращать внимание на эти вещи. Некоторые трейдеры также используют индикаторы, которые называются «детекторами волков». Эти трейдеры следят за появле нием на рынках необычных движений цен базовых ак-

ций или неожиданного увеличения объема, или скачка подразумеваемой волатильности у опционов не при деньгах. Такие признаки используются как предупреждение того, что где-то там может бегать волк, если так можно выразиться. Но это не мой подход.

— Как вы защищаете себя от возможности того, что может произойти неожиданное поглощение компании, против акций которой вы держите значительную ко роткую позицию колл-опционов не при деньгах?

— В случае отдельных акций нужно играть с акци ями компаний с большой капитализацией, ибо инфор мация о них имеет тенденцию сразу же отражаться на поведении рынка. Когда вы торгуете акциями компаний с высокой капитализацией, вероятность неожиданных движений значительно меньше.

— А вы когда-нибудь проводите направленные сделки?

— Пожалуй, пару раз в году у меня может появиться сильная идея в поддержку направленной сделки. Хотя такие идеи возникают нечасто, они обычно правильны.

— Не могли бы вы привести мне пример?

— Когда я торговал на Тихоокеанской фондовой бир же, я купил тысячи колл-опционов на акции McDonnell Douglas. В то время произошел ряд падений самолетов DC-10, и ходили слухи, что самолеты эти больше не будут экс плуатироваться. Придя домой, я рассказал жене о большой позиции колл-опционов, которая была у меня на руках. Она пришла в полный ужас. Она сказала: «Эти самолеты (DC-10) никогда больше летать не будут. Мы разоримся».

— Это мнение основывалось на преобладавших в то время сообщениях средств массовой информации?

— Да. Публика переживала кульминацию страха. Можно сказать, моя жена научила меня играть против

общего мнения. Эта сделка многому научила меня насчет рынка. Когда никто не хочет выходить на рынок, это и есть именно то время, когда вам следует это сделать.

— Помните ли вы какие-то другие направленные сделки?

— На следующий день после падения индекса Доу-Джонса на 508 пунктов (19 октября 1987 года) из-за сочетания всеобщего страха рынка и увеличения требований к капиталу со стороны клиринговой фирмы мы не могли никого найти для исполнения наших ордеров по индексу Major Market Index (MMI), торговавшемуся на Чикагской торговой бирже. В результате я был вынужден отправиться туда сам и торговать в яме самостоятельно.

До меня дошли слухи, что Чикагская товарная биржа рассматривает вопрос приостановления торгов (на CME торговались фьючерсные контракты на S&P 500). Если бы это было правдой, то означало бы принятие некой радикальной меры. Я немедленно бросился звонить к себе в отдел, чтобы попытаться разобраться, что происходило после прошлых остановок торгов. Однако потратив примерно тридцать минут, они так ничего и не смогли найти. Я чувствовал, что CME вот-вот приостановит торги. Я снова позвонил к себе в отдел и сказал: «При каждой остановке торгов у нас должна быть длинная позиция».

— Почему вы хотели занять длинную позицию?

— Потому что страх значительно превосходил реальность. Я должен был быть покупателем. Мы придерживаемся философии, которая обязывает нас всегда стараться обеспечивать ликвидность для рынка. Мерк (Чикагская товарная биржа) в конечном счете приостановила торги, и примерно через три минуты один брокер попытался продать 100 лотов. Рынок торговался на 290, и никто не собирался ничего покупать. Я предложил цену 285, и он продал мне всю сотню. Через несколько

минут он продал мне еще 50 лотов по той же цене. Это были единственные сделки, осуществленные по цене 285. Рынок в тот день закрылся на 400.

—Конечно, сейчас мы можем сказать, что это была замечательная сделка—вам удалось купить на дне. Но разве нельзя было использовать обоснование этой покупки — то, что страх был чрезмерным — как причину для открытия длинной позиции в предыдущий день, перед тем, как индекс Доу-Джонса упал более чем на 500 пунктов?

— Было некое конкретное событие, связанное с вы бором времени для этой сделки: CME собиралась приос тановить торги.

— Приходят ли вам на ум какие-то другие направ ленные сделки?

— Я открыл длинную позицию на фондовом рынке утром 15 января 1991 года, в тот день, когда истекал пер вый ультиматум Буша Хусейну. Все считали, что если начнется война, рынок уйдет на 150 пунктов вниз. Я по думал: «Так ли уж плоха эта война?»

— Вы исходили из того, что Буш начнет действо вать, как только сможет?

— Я исходил из того, что неопределенность скоро должна была закончиться, и поэтому мне следовало от крыть длинную позицию. Моя идея заключалась в том, чтобы открыть половину позиции тем утром, как раз перед истечением ультиматума. А вторую половину — после того, как война начнется по-настоящему.

— Открытие первой половины позиции накануне начала войны, конечно, оказалось правильным ходом. Но не можете ли вы вспомнить, почему вы не стали от крывать всю позицию после начала войны?

— Дело было просто в страхе и неопределеннос ти рынка. Мой главный трейдер разместил эту сделку

на счет LTG. За несколько лет до этого я покритиковал одного из своих арбитражных трейдеров за то, что он хотел открыть чистую длинную позицию, сказав: «Ты думаешь, что у тебя прямая связь с Богом?»* Поэтому, открывая сделку на счете LTG, он тем самым хотел надо мной по-своему посмеяться.

— А когда война началась, вы купили вторую поло вину позиции?

— Нет. Я открыл бы ее, если рынок бы открылся с понижением, но вместо этого рынок открылся с резким повышением.

— Однако главную долю прибыли вы все же полу чаете не от направленной торговли?

— Та сделка с S&P 500 принесла около 4 млн долла ров примерно за 30 минут, что, безусловно, помогло нам достичь в тот день хорошего баланса прибылей и убытков. Но в целом должен сказать, что на такие сделки приходится только примерно 5% общей торговой при были фирмы. Наша главная методология по-прежнему сводится к покупке недооцененных финансовых инс трументов и продаже переоцененных финансовых инс трументов. Все это уходит корнями в философию блэк-джека, согласно которой если вы имеете преимущество, то в длительной перспективе сделаете больше денег, осу ществляя большое количество операций.

— Изменилась ли ваша стратегия по сравнению с первоначальной концепцией покупки дешевых опци онов и продажи более дорогих опционов?

— Сейчас очень важно предельно быстро принимать и исполнять торговые решения. Кроме того, стратегии стали гораздо более сложными.

* LTG можно использовать как аббревиатуру слов Line to God, «прямая связь с Богом» *(прим. пер.)*

— Произошло ли это потому, что исчезли легкие сценарии?

— Это всегда гонка, и если вы бежите не очень быст ро, вас обгонят.

— Приходится ли вам теперь уделять основное вни мание межрыночным, а не внутрирыночным сделкам? Исчезло ли неправильное ценообразование в рамках отдельного рынка?

— Полностью. Ваша прибыль на капитал будет очень маленькой, если вы не будете торговать между разными рынками.

— Существует множество других крупных фирм, таких как CRT, которые используют сходные торговые стратегии. Не приходится ли вам конкурировать с эти ми фирмами за одни и те же сделки? Как вы избегаете столкновения с другими фирмами?

— Вы должны понять, кто движет рынками. Никого из нас не было бы здесь, если бы не институциональ ные инвесторы, которые хотят проводить сделки. Им нужно уменьшать свой риск, поэтому мы занимаем другую сторону сделки. Кроме того, мы отличаемся от некоторых наших конкурентов, которых вы упомяну ли, в том, что ищем менее очевидные пути дли получе ния прибыли.

— Что вы имеете в виду?

— Это отголосок того времени, когда я был трейде ром операционного зала биржи. Я был одним из самых медлительных трейдеров операционного зала в истории. Поскольку всегда кто-то успевал провести сделку на ос новном рынке первым, мне нужно было искать что-то еще. И я стал компенсировать позицию на рынке, кото рый имел не столь высокую степень корреляции с моей позицией. Например, если опционы OEX были переоце нены, и арбитражные трейдеры их продавали, им нужно

было компенсировать эти позиции на рынке S&P 500. Я вместо этого хеджировал позицию на Нью-Йоркской фьючерсной бирже (NYFE, *New York Futures Exchange)* и MMI, потому что другие трейдеры контрактами OEX уже успевали сместить цены на S&P 500. (Контракт OEX основывается на S&P 100, который имеет очень высокий коэффициент корреляции с S&P 500, но менее связан с другими фондовыми индексами, такими как NYFE и MMI.)

— Осмотрев вашу компанию, я с трудом могу поверить, что вы по-прежнему один из самых медлительных трейдеров.

— Ну, вероятно, теперь уже это не так. Теперь у нас высокий уровень автоматизации. Но мой опыт в операционном зале биржи сделал нас более склонными к поиску менее очевидных рынков для хеджирования сделок. Мы ищем торговые возможности между менее взаимосвязанными рынками.

— Стараетесь ли вы всегда и полностью хеджировать позицию фирмы?

— Я стараюсь иметь портфель с нулевой дельтой (портфель, нейтральный относительно направленных движений рынка). Чистая дельта портфеля фирмы (эквивалент чистой длинной или короткой позиции) переоценивается в течение двух секунд каждый раз, когда кто-нибудь из трейдеров проводит новую сделку. Существует процесс обратной связи, поэтому каждый трейдер получает эту информацию немедленно и, следовательно, знает, в каком направлении ему двигаться.

— Иными словами, если чистая позиция фирмы длинная, трейдеры стремятся находить расхождения цен, требующие открытия коротких позиций.

— Совершенно верно. По существу, каждый трейдер всегда торгует согласно общей стратегии фирмы.

— Отвечает ли каждый трейдер за хеджирование своих сделок?

— Нет. У нас 25 трейдеров, один из которых отвечает за хеджирование (т. е. обеспечение того, чтобы чистый риск фирмы по отношению к изменению цены был как можно ближе к нулю). Можно сказать, что он работает как авиадиспетчер.

— Таким образом, отдельные трейдеры могут покупать все, что они считают дешевым, и продавать все, что они считают дорогим, даже если это односторонние сделки, потому что они знают, что их авиадиспетчер позаботиться о том, чтобы чистая позиция фирмы оставалась близкой к нейтральной.

— Совершенно верно. Когда сделка имеет преимущество, часть затрат на открытие этой сделки заключается в том, что вы должны поделиться частью этого преимущества с кем-то еще, чтобы захеджировать эту сделку. Прелесть этой системы заключается в том, что стоимость хеджирования очень мала.

— Покрытые колл-опционы (покупка акций и продажа против них колл-опциона) зачастую рекламируются как торговые стратегии. Как мы оба знаем, сделка с покрытым колл-опционом идентична продаже пут-опциона. Есть ли вообще какое-либо стратегическое обоснование проведения сделки с покрытым колл-опционом вместо продажи пут-опциона? Или же первый рекламируется потому, что с ним связана двойная комиссия брокеру? Или же причина этого носит семантический характер, а именно, хотя обе сделки идентичны, покрытый колл выглядит менее рискованной операцией, поскольку в его названии присутствует слово «покрытый»?

— Не знаю, как назвать это мошенничество, которое иногда проделывается с публикой. Многие стратегии, рекламируемые брокерами, совсем не служат

интересам их клиентов. Я почти испытываю чувство вины, когда занимаю другую сторону позиции по покрытому колл-опциону, потому что ясно, что клиент действует в результате неправильного понимания ситуации.

— В таком случае вы согласны, что любому человеку, желающему открыть позицию покрытого колл-опциона, лучше просто продать пут-опцион при условии, что он планирует открыть и ликвидировать позиции в акции и колл-опционе одновременно?

— Конечно. Если вы хотите использовать стратегию с гарантированно худшими результатами, занимайтесь покрытыми колл-опционами.

— Я никогда не мог понять этой логики...

— Вы понимаете игру.

— При истечении небольшие движения цены базовой акции могут приводить к совершенно разным последствиям, когда опцион истекает либо с прибылью, либо не при деньгах. Похоже, что должен существовать огромный соблазн для людей, имеющих большую опционную позицию, попытаться повлиять на цену акции при истечении. Происходит ли такое?

— Когда я был трейдером на Тихоокеанской фондовой бирже, два маркет-мейкера поменьше хотели подтолкнуть цену одной акции на подходе к исполнению. Они хотели продать акцию в дату истечения и добиться того, чтобы все колл-опционы и пут-опционы обесценились на дату истечения. Для осуществления своего плана они заручились помощью одного крупного маркет-мейкера. Крупный маркет-мейкер согласился присоединиться к их группе и подтолкнуть акцию во время истечения. Но вместо этого он занял противоположную позицию и вывел их обоих из игры *(смеется при воспоминании об этом).*

Собственно говоря, цены акций естественным образом стремятся приблизиться к цене страйк на дату истечения опционов. Несколько лет назад я провел некоторое статистическое исследование, которое упоминалось в *Wall Street Journal* Спекулянты стремятся занимать длинную позицию по колл-опционам, которые немного при деньгах, и они обычно продают свои опционные позиции до истечения, потому что не хотят исполнять их. Например, скажем, акция торгуется по цене 60 $^1/_2$. Большинство владельцев акций будут иметь колл-опционы с ценой страйк 60. Публика, имеющая длинные колл-опционы 60, по мере приближения истечения будет стремиться продать эту позицию. Маркет-мейкер будет находиться на другой стороне этой сделки, покупая коллы. Для того, чтобы хеджировать себя, он должен продать акцию. Эта цепочка событий подталкивает цену акции к ближайшей цене страйк в момент истечения опционов. Я обнаружил, что статистически вероятность акции подойти на расстояние одной четверти пункта от цены исполнения при истечении опциона вдвое больше, чем можно было бы ожидать, если бы никакой корреляции не было.

— Используете ли вы это открытие?

— Да, мы используем эту стратегию, потому что она дает преимущество.

— Что вы можете посоветовать непрофессионалу, торгующему опционами?

— Публике дает преимущество система удаленного ав томатического исполнения OEX RAES *(Remote Automatic Execution System).* Эта система обеспечивает автоматичес кое исполнение в течение 10 секунд или около того.

— Почему вы считаете, что это преимущество для публики?

— Потому что маркет-мейкеры согласились быть на другой стороне этих сделок. Когда рынки становятся исклю-

чительно волатильными, маркет-мейкеры не могут обновлять свои котировки достаточно быстро. Следовательно, на таких рынках публика имеет огромное преимущество.

— А зачем клиенту вообще обращаться непосредс твенно на биржевой рынок, если он может использо вать эту автоматическую систему?

— RAES принимает ордера только на десять контрак тов или менее. Если размер ордера не превышает этого лимита, клиент получает обычно лучший результат, ис пользуя данную систему исполнения.

— Каковы, по вашему мнению, главные характе ристики или качества преуспевающего трейдера опци онами?

— Вы не должны слушать новости. Вы должны сле довать фактам. Вы должны использовать логический подход и иметь дисциплину, чтобы применять его. Вы должны уметь контролировать свои эмоции.

— Что-нибудь еще?

— Последовательность. Вам нужно стремиться к не большим теоретическим преимуществам, а не огром ным разовым выигрышам.

— Есть ли какой-то особый тип индивидуальности, который лучше всего подходит для того, чтобы стать преуспевающим трейдером?

— Судя по моему опыту с трейдерами, которых я на нимал, я сказал бы, что успешные игроки в блэкджек, шахматы и бридж с большей вероятностью станут хоро шими опционными трейдерами.

— Какие, на ваш взгляд, заблуждения бытуют сре ди людей в отношении рынка?

— Люди имеют тенденцию прислушиваться к слу хам. Они слишком интересуются тем, кто покупает и

кто продает. Они думают, что информация такая важна, однако она редко что-нибудь означает.

— Считаете ли вы, что ваш прошлый опыт работы в команде игроков в блэкджек повлиял на ваше решение использовать командный подход в торговле?

— Этот опыт оказался полезным для успешного со здания торговой команды.

— Шли ли вы в этот бизнес, думая, что станете ру ководителем торговой команды, а не отдельным трей дером?

— Я, собственно, занялся этим бизнесом, думая, что смогу все автоматизировать, и что все будет делать ма шина.

— Когда вы осознали, что этого не произойдет?

— А я этого еще не осознал. Я все еще пытаюсь этого достичь *(смеется)*. Мы вознаграждаем людей, которые увеличивают степень автоматизации. Мы хотим, чтобы люди у нас работали в направлении этой цели.

Некоторые люди любят говорить: «Даже плохая система может делать деньги при хорошем управлении капиталом». Это утверждение — полная чепуха. Все, что может сделать хорошее управление капиталом при плохой стратегии — это обеспечить, что вы будете терять деньги медленнее. Например, никакая система управления капиталом не может быть разработана так, чтобы делать деньги на игре в рулетку, потому что вы в ней не имеете вероятностного преимущества (шансы будут абсолютно равны, но зеро и двойное зеро дают заведению решающее преимущество). Фактически, если вы играете, используя плохую стратегию (такую, где преимущество не в вашу пользу), ваш лучший шанс вырваться вперед заключается в применении исключительно плохого управления капиталом — рисковать всем в одной сделке.

Почему? Потому что чем дольше вы играете с шансами против вас, тем больше вероятность конечного финансового краха.

Пожалуй, самым основным требованием для успешной торговли является наличие у вас какого-то хорошо определенного метода или, иными словами, специфического подхода, который дает вам преимущество. Такой подход может заключаться в покупке недооцененных ценных бумаг и продаже переоцененных ценных бумаг, как это имеет место у Халла, или же это может быть какой-нибудь способ открытия направленных позиций, который имеет положительное математическое ожидание прибыли. Без такого метода или преимущества вы в конечном счете проиграете, потому что шансы у вас будут 50/50 до вычета операционных издержек. Если вы не знаете, в чем состоит ваш метод, значит, у вас его нет (кстати, покупка акций потому, что идею подсказал вам ваш шурин — это не метод).

Интервью с Халлом также помогает подчеркнуть различие между азартной игрой или пари и торговлей с преимуществом. Участники рынка могут ведь заниматься и азартной игрой. Если у вас нет метода (т. е. преимущества), то торговля для вас во всех отношениях то же самое, что азартная игра в казино. Но если метод есть, то игра — даже блэкджек — становится скорее бизнесом, чем азартной игрой. К счастью для трейдеров, в то время как казино могут выгонять игроков, когда те начинают слишком много выигрывать, рынок не может выбросить умелых трейдеров (если они прилично ведут себя и не мешают работать другим участникам рынка большую часть времени). Следовательно, если вы можете разработать метод, который побьет рынок, ни одна биржа не сможет обратиться к вам и сказать: «Мы заметили, что вы делаете слишком много денег. Больше вы здесь торговать не можете».

После того, как вы обзаводитесь методом, вам все еще требуется управление капиталом, чтобы не дать полосе

неудач вывести вас из игры. Обязательно нужно помнить, даже если у вас есть преимущество, что вы все равно можете потерять все свои деньги. Следовательно, размер ставки или сделки должен быть достаточно небольшим, чтобы свести вероятность такого события к минимуму. Поэтому вместо ошибочной трактовки этой темы, приведенной в начале этого раздела, здесь будет уместно сказать: «Даже хорошая система может привести к потере денег, если использовать плохое управление капиталом».

Этот вопрос ярко описывается в книге Кена Астона The Big Player, написанной о команде игроков в блэкджек, которую описал в своем интервью Халл.

«Слушая, как Барри рассказывает свою ужасную историю, Кен вспомнил день несколько недель тому назад, когда один его знакомый брокер, считавший карты, пришел к нему в квартиру, чтобы обсудить свой любимый предмет — проигрыш. С тех пор, как несколько лет назад полоса неудач привела к его разорению в Лас-Вегасе, человек этот подходил к блэкджеку очень консервативно. Он предупредил Кена об опасности повышения командой уровня ставок. «Полосы проигрышей могут быть очень длинными, Кении. Говорю тебе, они могут сильно вам повредить. Берегитесь. До сих пор вам, ребята, везло, но все можно потерять очень быстро».

Другой уместный урок, который Халл применял и к блэкджеку, и к торговле, заключается в том, что если у вас есть выигрышный метод, вы должны иметь веру, чтобы продолжать применять его даже во время проигрышных периодов. При этом, однако, необходимо уменьшать риск, сокращая размер ставки или торговой позиции так, чтобы соотношение между риском и капиталом оставалось более или менее постоянным.

Хотя Халл является в основном арбитражным трейдером, он иногда использует направленные сделки, которые часто оказываются успешными. Правила Халла для направленной торговли хотя и не были заявлены явно, могут быть выведены из его интервью:

1. Торгуйте нечасто и только тогда, когда у вас есть сильная идея.
2. Играйте против новостей, которыми увлечена в данный момент основная часть публики.
3. Выбирайте время для сделки так, чтобы она совпа дала с событием, которое обладает потенциалом создания волны паники.

ДЖЕФФ ЯСС

МАТЕМАТИКА СТРАТЕГИИ

Джефф Ясс *(Jeff Yass)* начал работать опционным трейдером в операционном зале Филадельфийской фондовой биржи в 1981 году. Он был настолько восхищен возможностями опционной торговли, что уговорил попробовать стать трейдерами целый ряд своих друзей по колледжу. В начале 1980-х годов он подготовил для работы трейдерами шестерых своих друзей. В 1987 году Ясс и его друзья объединились, создав Susquehanna Investment Group. Фирма эта быстро росла, и теперь в ней работают 175 человек, включая 90 трейдеров. Сегодня Susquehanna— одна из крупнейших в мире фирм, торгующих опционами, и одна из крупнейших организаций, занимающихся программной торговлей.

Ясс ищет нюансы рыночной неэффективности с помощью стандартных моделей ценообразования опционов, прошедших, однако, процесс сложной доработки. Но при этом сущность подхода Ясса заключается не в том, чтобы иметь лучшую модель, а скорее в том, что он уделяет большое внимание вопросам применения принципов теории математических игр для максимизации выигрышей. По Яссу, рынок представляет собой

Примечание, читателям, не знакомым с опционами, рекомендуется прочитать Приложение, чтобы понять выражения, приводимые в настоящей главе.

огромную игру в покер, и вы должны очень тщательно следить за профессиональным уровнем ваших противников. Объясняя это на примере покерной аналогии, Ясс говорит: «Если вы занимаете шестое место в мире среди игроков в покер и играете с пятью лучшими игроками, вы проиграете. С другой стороны, если ваши навыки находятся лишь на среднем уровне, но вы играете против слабых противников, вы выиграете». Ясс учитывает свое мнение о квалификации человека на другой стороне сделки и в соответствии с этим подстраивает свою стратегию. Он готов изменить или пересмотреть свои взгляды на рынок, исходя из действий тех, кого он считает более информированными трейдерами.

Ясс очень быстро мыслит, а говорит еще быстрее. Мы начали интервью после окончания рабочего дня в его филадельфийском офисе, а закончили в местном ресторане. Хотя я сомневался в выборе, сделанном Яссом в отношении ресторана (по причинам, которые скоро станут очевидными), еда оказалась превосходной. К сожалению, качеству пищи соответствовала популярность ресторана, и уровень шума, оставшийся на кассетах, поистине сделал их достойными дешифровальных мощностей ЦРУ. Мы явно казались немного странными группе расположившихся по соседству людей, которые, уходя, не могли удержаться от вопроса, почему мы записывали свой разговор за обедом.

— Когда вы впервые заинтересовались рынками?

— Когда я был мальчишкой, я полюбил фондовый рынок. Я, бывало, вырывал у отца из рук газету, чтобы взглянуть на котировки акций.

— Вы торговали акциями, будучи ребенком?

— Мне понравилась реклама супа Swanson's, кото рую передавали по телевизору. Когда я попробовал этот суп, он показался мне настолько вкусным, что я решил купить акции этой компании. Торговая марка Swanson's

принадлежала Campbell, и я уговорил отца купить мне десять их акций.

— Вы по-прежнему любите эти супы?

— Да, и я также люблю всю еду, подаваемую авиа пассажирам. Я согласен с Джоун Риверс, утверждающей, что с недоверием относится ко всем, кто говорит, что не любит самолетную еду.

— Не уверен, что теперь мне захочется пойти с вами обедать. Так что же случилось с Campbell после того, как вы купили ее акции?

— Акции никуда не пошли.

— Меня это не удивляет.

— В конечном счете они пошли вверх. И все у меня было бы хорошо, если бы я придержал их у себя еще лет тридцать.

— Это была ваша первая сделка на фондовом рынке?

— Да.

— Сколько лет вам тогда было?

— Одиннадцать.

— Покупали ли вы в детские годы какие-нибудь другие акции?

— Когда мне было тринадцать, я купил Eastern Airlines. В то время мне довелось слетать во Флориду, и я подумал, что это хорошая авиакомпания. Я также купил акции одной компании недвижимости, но она потом обанкротилась. Я все время проигрывал. Помню, отец говорил мне: «Это акция появилась на свет задолго до того, как ты ее купил. Только то, что ты ее купил, не оз начает, что она вдруг должна начать расти».

В средней школе я открыл для себя опционы. Мне случалось проверять цены опционов на закрытии и

находить то, что казалось огромными расхождениями цены. Например, как-то раз Alcoa закрылась на 49 долларах, а колл-опцион с ценой страйк 45 торговался только на 2 V_2 доллара выше колл-опциона с ценой страйк 50. Купив колл-опцион 45 и продав колл-опцион 50, я потерял бы 2 V_2 доллара, если бы акция опустилась на 4 доллара или более, но выиграл бы 2 V_2 доллара, если бы акция повысилась на доллар или более. Это казалось замечательной ставкой. Я убедил отца заключить для меня эту сделку. Цена акции повысилась, и сделка удалась.

— После этого вы проводили какие-то другие опци онные сделки, учась в средней школе?

— Нет. Я понял, что цена закрытия опциона, напе чатанная в газете, была на самом деле ценой последней сделки, которая могла быть устаревшей. Например, на момент закрытия цена покупки опциона могла быть равной 11, а цена продажи — 12, но если последняя сдел ка прошла по 13, то в газете публиковалась именно эта цена. Узнав, что эти котировки ненастоящие, я понял, что большинства торговых возможностей, которые я находил, на самом деле не существовало.

— А как вы вообще узнали об опционах, учась в средней школе?

— Компания, в которой работал отец, став публич ной корпорацией, выпустила варранты. Я попросил, чтобы отец объяснил мне, что такое варранты. Посколь ку варрант — не более, чем долгосрочный опцион, я по нял базовую концепцию.

— Остались ли вы учиться в аспирантуре после окончания колледжа или же сразу пошли работать?

— Я хотел бросить все на год и попутешествовать по стране. Однако получилось так, что я попал на собеседо вание в инвестиционную компанию, название которой

не хочу приводить. Со мной разговаривал руководитель отдела опционов. Думаю, я чем-то его обидел, и работу я не получил.

— Поскольку название фирмы вы не произносите, почему бы вам не рассказать об этом поподробнее?

— Хорошо. Разговор наш развивался примерно сле дующим образом. Он сказал: «Итак, вы думаете, что можете делать деньги, торгуя опционами?» Тогда я рас сказал ему о том, что, по моему мнению, было необхо димым для получения прибыли на опционном рынке. Он спросил меня: «Вы знаете, какие были максимумы и минимумы у IBM в этом году?» Я ответил: «Думаю, что минимум был 260, а максимум 320, но это не имеет ни какого значения. Если вы тратите впустую свое время, думая об этом, то вы занимаетесь совершенно не тем делом». Он сказал: «Ну, я знаю, о чем говорю, думаю, что это очень важно». Я ответил: «Прекрасно! Дайте мне работу, и я покажу вам, почему это не имеет значения». В последующем разговоре он указал, что не знает опре деление бета (технический термин, используемый для описания волатильности акции относительно общего рынка). Он сказал: «Я не отвлекаюсь на такую чепуху». Я сказал: «Отлично! Просто наймите меня, и я объяс ню вам и покажу, как это использовать». Удивительное дело, но работу я не получил. *(Искренне смеется, вспоми ная об этом случае.)*

— Я знаю, что вы всерьез увлекаетесь покером и применяете многие стратегии этой игры к опционам. Когда у вас впервые появился интерес к покеру?

— Я начал играть в покер в колледже. Мы с друзьями относились к покеру очень серьезно. Мы знали, что по большому счету это игра, в которой все зависело не от везения, а от мастерства. Мы подходили к этой игре с математических позиций.

— Полагаю, вам доводилось играть в покер в кази но. Мне любопытно, игроки какого уровня участвуют в типичной игре в Лас-Вегасе?

— В типичной игре с участием восьми игроков в среднем трое профессионалы, трое полупрофессиона лы, а двое — любители.

— Да, не скажешь, что у любителей хорошие шан сы!

— Нужно быть очень хорошим игроком, чтобы в конце концов суметь выиграть.

— С учетом необходимости такого высокого уровня навыков, как часто вам удавалось выигрывать?

— В среднем, думаю, я выигрывал примерно в 55% случаев.

— Вас не удручали проигрыши?

— Проигрыши меня никогда не волнуют. Я знаю, что играю правильно, и понимаю, что ничего не могу сделать для того, чтобы сгладить волатильность. Я ред ко нахожу у себя ошибки, когда проигрываю, поскольку знаю, что в краткосрочной перспективе большая часть колебаний вызывается чистой удачей, а не умением.

— Заключается ли стратегия игры в покер главным образом в запоминании шансов на появление различ ных комбинаций карт?

— Нет, запоминание играет очень небольшую роль. Понимание вероятностей в достаточной степени, чтобы знать, какие сдачи карт разыгрывать, а какие нет, важно, но это лишь основы необходимых знаний. По-настоя щему великие игроки в покер понимают правильную стратегию распределения ставок. Какую информацию вы получаете, когда ставит ваш противник? Какую ин формацию раскрываете вы, когда делаете свою ставку? Какую информацию раскрываете вы, когда не ставите?

Фактически мы используем стратегию игры в покер при подготовке наших трейдеров опционами, потому что считаем, что параллели в этих областях очень сильны. Я считаю, что если могу научить стажеров правильно играть в покер, то смогу научить их и правильно торговать опционами.

— Не могли бы вы привести мне конкретный пример?

— Представьте себе, что вы уверены, что у вас на руках лучшие карты, и последняя карта только что была сдана. Что вы будете делать? Новичок скажет: «Я поставлю по-максимуму». Однако зачастую это неправильный ход — даже если вы уверены, что ваш противник поставит. Поче му? Потому что иногда, когда вы пасуете, он ставит, давая вам возможность повысить ставку, в этом случае вы выиг раете вдвое больше. Если вы думаете, что вероятность того, что он поставит, больше 50%, то лучше вам не торопиться. Используя эту стратегию, вы получаете возможность вы играть вдвое больше. И в длительной перспективе резуль тат у вас будет лучше. Поэтому, хотя сделать ставку, когда на руках у вас лучшие карты, может казаться правильным ходом, нередко сыграть можно и получше.

— А в чем здесь аналогия с торговлей опционами?

—Базовая концепция, применяемая и в покере, и в торговле опционами, заключается в том, что главной целью является не выигрыш как можно большего числа ставок, а скорее максимизация ваших выигрышей. Например, предположим, у вас есть возможность купить 100 колл-опционов по 3, которые, как вы думаете, стоят 3'/4, что дает вам ожидаемую прибыль в 2,5 тыс. долларов. Большинство маркет-мейкеров посоветует вам просто купить опцион по 3 и попытаться сразу же получить прибыль. Однако в реальной жизни решение здесь не настолько простое. Например, если, по вашей оценке, существует 60-процентная вероятность появления возможности ку-

пить тот же опцион по *2* $^3/_4$, то лучшей стратегией будет постараться купить по *2* $^3/_4$, даже если это означает 40-процентную вероятность того, что вы вообще упустите эту сделку. Почему? Потому что в 60% случаев вы выиграете *5* тыс. долларов. Следовательно, при таком раскладе вы в длительной перспективе получаете средний выигрыш в 3 тыс. долларов (60% от 5 тыс. долларов), а это лучше, чем верный выигрыш в *2,5* тыс. долларов.

— Вы знали об этой аналогии, когда впервые нача ли торговать опционами?

— Да, в мире покера царит настолько жестокая кон куренция, что если вы не будете полностью исполь зовать каждое преимущество, то не сможете выжить. Я полностью понимал эту концепцию в то время, когда появился на опционной бирже. Я узнал больше о страте гии торговли опционами, играя в покер, чем в результа те изучения всех курсов экономики, пройденных мною в колледже, вместе взятых.

— Можете ли вы привести какие-то другие приме ры, демонстрирующие аналогию между стратегией игры в покер и торговлей опционами?

— Всем нашим стажерам мы даем следующий клас сический пример: предположим, что вы разыгрываете стад-покер из семи карт и идет последний раунд ставок. У вас три карты закрыты и четыре туза; ваш противник имеет двойку крестей, тройку крестей, девятку бубен и даму пик. Ваша карта выше, поскольку у вас четыре туза. И мы задаем такой вопрос: «Какую ставку вы сделаете?» Типичным ответом бывает: «Я поставлю по-максимуму, потому что у меня четыре туза и шансы выигрыша у меня гигантские». Однако правильный ответ...

— Пасовать, потому что если противник не может вас побить, он бросит карты, а если может побить, то повысит ставку, и вы потеряете больше.

— Совершенно верно. У него могут быть скрыты четверка, пятерка и шестерка крестей. Делая ставку, вы не получаете никакого преимущества, вы можете только проиграть. Он знает, что у вас есть, но вы не знаете, что есть у него.

— В чем здесь аналогия с торговлей опционами?

— Предположим, я думаю, что опцион стоит 3 дол лара. В обычных условиях я буду готов сделать рынок по цене *2* 7/8 /31/8 (т. е. покупать по *2* 7/8 и продавать по 3 1/8). Однако, скажем, брокер, у которого, как я подоз реваю, есть более свежая информация, просит меня дать двустороннюю котировку по этому опциону. Я ничего не могу выиграть, делая узкий рынок, потому что если я правильно оценю опцион, он спасует — иными слова ми, не будет делать ничего, — а если цена неправильная, он проведет сделку, и я потеряю деньги.

Аналогичным образом, если брокер, имеющий более полную информацию, предлагает за опцион значительно больше, чем, как я думаю, он стоит, есть очень хорошая вероятность того, что он предлагает больше, потому что знает что-то такое, чего не знаю я. Следовательно, мне не стоит занимать другую сторону этой сделки, даже если она выглядит очень привлекательной.

Суть в том, что принятие решений по торговле опционами должно основываться на условной вероятности. Я мог бы думать, что опцион стоит X, но теперь, когда кто-то другой хочет предложить X + Y, мне нужно пересмотреть свою оценку стоимости опциона. Урок, которому мы пытаемся научить наших трейдеров, заключается в том, что все, что кажется слишком очевидным, следует проверять и перепроверять.

Замечательным примером, иллюстрирующим эту концепцию, является задача, поставленная много лет назад Фишером Блэком, известным по модели ценообразования опционов Блэка-Шоулза. Представьте себе, что вы участвуете в телевикторине «Заключим сделку» *(Let's*

Make a Deal) и должны выбрать одну из трех дверей. Вы выбираете дверь №1. Монти Холл говорит: «О'кей, Кэрол. Откройте дверь №2». За дверью №2 приза не оказывается. Монти Холл, конечно, знает, за какой дверью находится приз. Поэтому он не откроет дверь, ведущую к призу. Затем он поворачивается к вам и спрашивает: «Не хотите ли теперь выбрать дверь №3?» Измените ли вы свой выбор или будете придерживаться двери №1? (читателю: вам рекомендуется немного подумать над этим, прежде чем читать дальше.)

— Очевидным ответом кажется, что разницы никакой нет, но это, наверное, неправильный ответ.

— Правильный ответ заключается в том, что вам всегда следует переключиться на дверь №3. Вероятность того, что приз находится за одной из двух дверей, которые вы не выбрали, первоначально была равна 2/3. Тот факт, что Монти открывает одну из этих двух дверей, и за ней ничего нет, не изменяет первоначальной вероятности потому, что он всегда открывает неправильную дверь. Следовательно, если вероятность нахождения приза за одной из этих двух дверей первоначально составляла два к трем, то вероятность его нахождения за той дверью, которая не была открыта, по-прежнему должна быть 2/3.

— Не понимаю. Это шоу годами смотрят миллионы людей, и до сих пор никто не осознал, что шансы на столько смещены в сторону изменения первоначального выбора!

— Вы должны помнить, что говорите о шоу, где люди, чтобы их выбрали, должны носить смешные за ячьи ушки.

Людей этих путает то, что процесс не случаен. Если бы Монти случайно выбирал одну из двух дверей, и приза за выбранной дверью не оказывалось, тогда вероятность между двумя оставшимися дверями действи-

тельно была бы равна 50/50. Конечно, если он выбирал бы дверь случайно, то иногда приз оказывался бы за открытой дверью, но этого никогда не случалось. Ключ здесь в том, что он никогда не выбирает двери случайно, он всегда выбирает неправильную дверь, и это изменяет вероятность. Это классический пример условной вероятности. Если вероятность нахождения приза за дверью №2 или дверью №3 составляет 2/3, то при условии, что это не дверь №2, какова вероятность того, что это дверь №3? Ответ, конечно, две третьих.

Парадоксально, но через четыре недели после моего интервью с Джеффом Лесом New York Times опубликовала статью об этой головоломке. В статье Times сообщалось, что когда Мэрилин Вое Савант правильно решила эту головоломку в своей колонке в журнале Parade в ответ на вопрос читателя, она получила почти тысячу критических (и неправильных) писем от докторов наук, в основном математиков и ученых, занимающихся естественными науками. Статья в Times вызвала новый поток писем в редакцию. Некоторые из них, давшие особенно четкие и убедительные объяснения правильного ответа, воспроизводятся ниже.

В редакцию.

Касательно статьи «За кулисами шоу Монти Холла: споры вокруг головоломки и ответ на нее» (21 июля, первая полоса). Причиной, по которой люди не могут понять правильного решения головоломки с тремя дверями, за двумя из которых находятся козлы, а за одной машина, заключается в том, что в задаче этой используются только три двери. Это приводит к тому, что кажущаяся, но неправильная вероятность выбора автомобиля (1 к 2) оказывается слишком близкой к правильной вероятности (1 к 3), и прийти к этому решению интуитивно трудно.

Чтобы лучше проиллюстрировать правильный ответ — что игрок должен изменить свой первоначальный выбор двери после того, как одна из двух других открывается телеведущим

Монти Холлом, — предположим, что игра ведется со 100 дверями, причем за 99 находятся козлы, а за одной — автомобиль.

Когда игроку предлагают выбрать дверь в первый раз, он понимает, что шансы угадать автомобиль низкие (1 к 100). Если Монти Холл затем откроет 98 дверей, за которыми окажутся козлы, то будет ясно, что шанс обнаружить автомобиль за оставшейся невыбранной дверью велик (99 из 100). Хотя останется только две двери (та, которую выбрал игрок, и неоткрытая дверь), больше не будет казаться, что шансы на то, что автомобиль окажется за каждой из этих дверей, одинаковы. Большинству людей будет казаться интуитивно правильным изменить выбор двери.

Кори Фрэнклин Чикаго, 23 июля 1991 года

В редакцию.

Насколько я помню по тому времени, когда учился в школе, когда вы имеете дело со сложными задачами по теории вероятности, полезно рассматривать шансы на проигрыш, а не шансы на выигрыш. Отсюда:

За двумя из трех дверей находятся козлы. Следовательно, в конечном счете, в двух из трех попыток вы выберете козла. Одна дверь с козлом убирается. Теперь в двух случаях из трех, когда у вас будет козел, за другой дверью окажется машина. Вот почему имеет смысл изменить выбор.

Карл В. Аматник Сан-Диего, 22 июля 1991 года

И, наконец, такое письмо.

В редакцию.

В вашей статье в номере от 21 июля о головоломке Монти Холла не упоминается один из вариантов выбора того, что находится за дверью: предпочтение козла автомобилю. Козел — замечательное животное, хотя припарковать его может быть непросто.

Лора Сигал Нью-Йорк, 22 июля 1991 года

Суть в том, что чувства ваши вас обманывают. Стремление к упрощению побуждает вас сказать, что вероятности для двери №1 и двери №3 равные. Однако после тщательного анализа вы понимаете, что, изменив свое первоначальное решение, получаете огромное преимущество, даже хотя сразу оно может очевидным и не показаться. Мораль здесь в том, что в торговле важно рассматривать ситуацию с как можно большего числа точек зрения, потому что ваши первые импульсы, по всей вероятности, окажутся неправильными. Очевидные выводы никогда не позволяют сделать деньги.

— Можете ли вы привести мне пример ситуации, где очевидное решение оказывается неправильным?

— Предположим, акция торгуется по 50 долларов, и на рынке появляется некое учреждение, предлага ющее продать 500 колл-опционов с ценой страйк 45 по 4 V_2 доллара. Инстинктивной реакцией в такой ситуации является следующее: «Прекрасно! Я куплю колл-опционы по 4 V_2 доллара, продам акцию по 50 долларов и получу прибыль в V_2 доллара». В реальнос ти, однако, в 9 случаях из 10 причиной, по которой учреждение предлагает колл-опцион по 4 V_2 доллара является его почти стопроцентная уверенность в том, что цена акции упадет.

— А бывает ли вообще такое — т. е. когда учрежде ние предлагает к продаже опционы по цене ниже внут ренней стоимости (минимальной теоретической стои мости, которая равна разности между ценой акции и ценой исполнения — 5 долларов в примере Ясса)?

— Это случается сплошь и рядом.

— Не понимаю. Какой смысл продавать опцион ниже внутренней стоимости?

— В приведенном мною примере учреждение могло быть очень уверено в том, что акция будет торговаться

ниже 49 V_2 доллара, и поэтому цена 4 V_2 доллара за колл-опцион 45 не является неразумной.

— Даже если у них имеются достаточные причины считать, что акция будет торговаться ниже, как они мо гут быть настолько уверены в выборе времени?

— Прямой ответ на этот вопрос заключается в том, что они знают, что у них есть на продажу миллион ак ций, и что им, возможно, придется предложить эту ак цию по 49 долларов, чтобы продать такое количество. Все сводится к условным вероятностям. С учетом того, что это учреждение предлагает опцион по цене ниже его внутренней стоимости, какой вариант более вероятен: что они настолько наивны, чтобы фактически выписать вам безрисковый чек на 25 тыс. долларов, или что они знают что-то такое, чего не знаете вы? Я считаю, что если они захотят предложить вам такую сделку, вы, скорее всего, проиграете.

Когда я только начал, я всегда покупал опционы, предлагавшиеся по ценам ниже внутренней стоимости, думая, что у меня в кармане гарантированная прибыль. Я не мог понять, почему другие умные трейдеры в операционном зале не бросаются на эти сделки. В конце концов я понял, что причина, по которой умные трейдеры не покупают эти колл-опционы, заключается в том, что в среднем они приводят к проигрышу.

— Если это вполне законно, то почему учреждения не продают регулярно колл-опционы накануне ликви дации своих позиций? Кажется, это было бы неслож ным способом снижать проскальзывание при выходе из больших позиций.

— Собственно говоря, это весьма распространенная стратегия, но маркет-мейкеры уже поумнели.

— Как изменился рынок опционов за те 10 лет, что вы на нем работаете?

— Когда я начал торговать опционами в 1981 году, все, что требовалось для того, чтобы делать деньги, это использовать стандартную модель Блэка-Шоулза и здра вый смысл. В начале 1980-х годов самая общая стратегия заключалась в том, чтобы стараться купить опцион, тор гующийся при относительно низкой подразумеваемой волатильности и продать связанный с ним опцион с бо лее высокой волатильностью. Например, если большой ордер на покупку какого-то конкретного колл-опциона подталкивал его подразумеваемую волатильность до 28% в то время как другой колл-опцион для той же акции торговался на 25%, вам следовало продавать более волатильный колл-опцион и компенсировать эту позицию покупкой колл-опциона с меньшей подразумеваемой во латильностью.

— Насколько я понимаю, такие расхождения сущес твовали потому, что рынок в то время был довольно неэффективным.

— Правильно. В то время многие опционные трей деры все еще неправильно понимали волатильность и общую теорию опционов. Например, если колл-опцион торговался при 25-процентной волатильности, что было относительно мало для опционов данной акции, многие трейдеры не понимали, что не нужно иметь бычьих на строений в отношении этой акции, чтобы купить колл-опцион. Если вы были настроены в отношении акции по-медвежьи, вы все равно могли купить недооценен ный колл-опцион, одновременно продав акцию, что да вало объединенную позицию, эквивалентную покупке пут-опциона. Маркет-мейкеры, обладавшие более мате матическим складом ума, понимали такие взаимосвязи и могли использовать расхождения цен. Теперь об этих взаимоотношениях знают все, и вы уже больше не уви дите ситуаций, в которых различные опционы по одной и той же акции торгуются по существенно отличающей ся подразумеваемой волатильности — если, конечно,

для такой разницы в ценах нет хорошей фундаментальной причины. Теперь, когда все понимают волатильность, главная битва переместилась в область несимметричности в ценообразовании опционов.

— Не могли бы вы объяснить, что вы понимаете под словом «несимметричность»?

— Объясню это на примере. Сегодня OEX был на уров не 355. Если вы посмотрите котировки опционов, то уви дите, что рынок оценивает пут-опционы 345 значительно выше, чем колл-опционы 365. (Стандартные модели це нообразования опционов должны оценивать колл-опци оны 365 лишь немного выше, чем пут-опционы 345.)

— Всегда ли цены опционов смещаются в одном на правлении? Иными словами, всегда ли пут-опционы не при деньгах оцениваются выше, чем такие же колл-опционы не при деньгах?

— В большинстве случаев пут-опционы будут выше, а колл-опционы ниже.

— Есть ли какая-то логическая причина для такого направленного смещения?

— Собственно говоря, имеются две логические причи ны. Одну я вам могу сказать, другую нет. Один из основ ных факторов заключается в том, что при движении вниз существует гораздо большая вероятность финансовой паники, чем при движении вверх. Например, изредка мо жет выпасть день, когда Доу понизится на 500 пунктов, но гораздо менее вероятно, что Доу за день повысится на 500 пунктов. С учетом природы рынков, шансы краха всегда больше, чем шансы моментальной эйфории роста.

— Всегда ли рынки оценивали пут-опционы значи тельно выше, чем колл-опционы?

— Нет. Рынок не оценивал опционы таким образом до краха октября 1987 года. Однако я всегда считал, что воз-

можность огромного падения цен была гораздо больше, чем возможность подъема цен на такую же величину.

— Пришли ли вы к выводу о большей вероятности резких падений цены, чем резкого роста, исходя из ис следований исторических данных?

— Нет, ничего такого сложного. Просто, наблюдая за рынками, я заметил, что цены имеют тенденцию падать гораздо сильнее и быстрее, чем подниматься.

— Применим ли этот направленный сдвиг только к опционам на фондовые индексы, или он также подхо дит для опционов на отдельные акции?

— Таким образом определяются цены опционов на большинство акций крупных компаний (т. е. пут-опционы дороже, чем колл-опционы), потому что неожи данные падения цен имеют тенденцию быть значитель но больше, чем неожиданные повышения цен. Однако если ходят слухи о возможности поглощения компании, колл-опционы не при деньгах будут оцениваться выше, чем пут-опционы не при деньгах.

— Используют ли ваши трейдеры ваши модели це нообразования опционов для принятия основных тор говых решений?

— Любая модель ценообразования опционов, вклю чая мою собственную, является слишком упрощенной для правильного описания реального мира. Невозможно построить модель, которая будет получать такое же ко личество информации, как сам рынок. Мы учим наших маркет-мейкеров понимать базовые предпосылки, ле жащие в основе нашей модели, и причины, по которым эти предпосылки являются слишком упрощенными. За тем мы учим их более сложным предпосылкам и тому, как они влияют на цену. Выбор правильных предпосы лок всегда является до некоторой степени субъективным суждением. Мы считаем, что можем научить любого ум-

ного быстро думающего человека быть трейдером. Мы считаем, что трейдерами становятся, а не рождаются.

—Таким образом, получается, что вы начинаете с прогнозирования на основе использования модели, а затем переходите к субъективным поправкам, основанным на том, как, по вашему мнению, соотносятся различные оценки, сделанные моделью, с текущей реальностью.

— Совершенно верно.

— Не могли бы вы привести пример того, как рабо тает такой процесс внесения поправок?

— Текущим примером является компания NCR, яв ляющаяся целью поглощения со стороны AT&T. AT&T предлагает 110 долларов, а акция сейчас торгуется при мерно на уровне 106 долларов. Если поглощение осу ществится, то покупатель акции сможет заработать при мерно 2 доллара. (Примерно половина разности между текущей ценой и ценой поглощения уходит на издержки, связанные с процентными ставками, которые придется заплатить за привлечение капитала на покупку акций.) Если, с другой стороны, поглощение не состоится, тогда акция может резко упасть — скажем, до 75 долларов, судя по текущим рыночным оценкам. В данном конкретном случае относительно близкие колл-опционы по сущест ву не должны ничего стоить, потому что маловероятно, что акция поднимется выше ПО долларов. С другой сто роны, пут-опционы 90, находящиеся значительно глубже не при деньгах, имеют некоторую возможность принести значительную прибыль в случае срыва поглощения. Та ким образом, в такой ситуации пут-опционы не при де ньгах будут оцениваться значительно выше, чем эквива лентные колл-опционы не при деньгах.

— Иными словами, это пример того, как модель це нообразования опционов может в реальной ситуации давать весьма обманчивые прогнозы.

— Правильно, потому что стандартная модель исхо дит из того, что вероятность любого отдельного тика, будь то вверх или вниз, составляет 50%. Это, однако, в данном случае не так, потому что вероятность большого снижения цены гораздо больше, чем вероятность боль шого повышения цены.

Было время, когда люди с математическим складом ума торговали прямо по своим моделям, и в такой ситуации, как я только что описал, они продали бы пут-опционы не при деньгах потому, что они казались оцененными слишком высоко. Однако люди с более практичным складом ума рассмотрели бы ситуацию и поняли бы, что существует реальная вероятность большого снижения цены акции (а именно, падение в случае, если поглощение не состоится). Трейдеры, использующие подход, основанный на здравом смысле, в конечном счете купили бы пут-опционы не при деньгах у тех, кто больше склонен к математическим действиям, и хорошо бы при этом заработали. Однако в конечном счете трейдеры с математическим складом ума тоже разобрались, что к чему.

— Как вы обычно поступаете в своей повседневной работе? Сначала смотрите на результаты модели, а уже потом вносите необходимые умственные поправки?

— Совершенно верно. Наша философия состоит в том, что мы очень уважаем мнение рынка. Например, если мы считаем, что опцион стоит *2* доллара, а знаю щий маркет-мейкер предлагает *2 Ч*$_2$ доллара, мы исхо дим из того, что в 9 случаях из 10 он прав, потому что он торгует только одной этой акцией, а мы торгуем пятью сотнями. В этом случае мы постараемся понять, почему он предлагает *2* '/$_2$ доллара. Если мы можем найти при чину и мы с ней не согласны, то мы можем попробовать продать опцион, потому что он переоценен. Но в боль шинстве случаев мы приходим к выводу, что он знает лучше нас, и в результате мы вносим поправки в нашу

оценку других опционов на эту акцию и будем далее покупать эти другие опционы или саму акцию.

— Когда вы вносите поправки в свои оценки опционов, потому что кто-то другой предлагает цену, которая кажется не соответствующей теоретической стоимости, вы исходите просто из того, что они распо лагают лучшими знаниями о данной компании?

— Да, информация распространяется не идеальным образом, как вас учат в базовом курсе финансов. Зачас тую информация сначала появляется на опционном рынке. Многие инсайдеры, которые хотят получить быструю прибыль, используя внутреннюю информа цию, покупают именно опционы, и мы как раз те люди, которые теряют при этом деньги.

Например, только сегодня поймали сотрудника Marion Labs, очевидно, имевшего внутреннюю информацию о том, что Dow попытается поглотить эту компанию. Этот человек купил 500 лотов июльских колл-опционов 25 по 1 доллару (общая стоимость 50 тыс. долларов), а на следующий день опционы эти стоили по 10 долларов (общая стоимость позиции 500 тыс. долларов). В прежние времена — до опционов — человек, располагающий такой информацией, мог купить акции, и даже если предположить, что он использовал 55-процентную маржу, то процентная прибыль была бы не так уж и велика. Однако сегодня, покупая опционы, трейдеры, располагающие внутренней информацией, могут невероятно увеличить размер своей прибыли. Иногда мне даже жаль некоторых из этих людей, потому что до недавнего шума, поднятого общественностью в связи с торговлей на основе конфиденциальной информации, я не уверен, что все они даже понимали, что нарушают закон. Однако поскольку они сначала появляются на опционном рынке, то мы как раз и есть те самые люди, которых они обирают.

— Не понимаю. Разве когда появляется информа ция о поглощении, SEC не проверяет поток ордеров для того, чтобы обеспечить отсутствие среди них по дозрительных?

— Да, это так, и SEC становится весьма эффектив ной в отлове людей, занимающихся торговлей на осно ве конфиденциальной информации. SEC также гораздо эффективнее возвращает деньги другим участникам этих сделок. Однако раньше процесс этот занимал го раздо более длительное время.

Знаменитым примером здесь является нефтяная компания Santa Fe, бывшая целью поглощения со стороны кувейтцев в 1981 году. В то время ее акции стоили 25 долларов, а опционные трейдеры на бирже исполнили ордер на 1000 колл-опционов 35 по цене 1/16 доллара. Вскоре после этого акция подскочила с 25 до 45 долларов, а опционы подорожали с 1/16 доллара до 10 долларов. Трейдеры операционного зала молниеносно потеряли примерно миллион долларов. Хотя они в конечном счете получили свои деньги обратно, на это ушли годы. Маркет-мейкеру, который обанкротился из-за продажи опциона инсайдеру, не очень-то приятно годами ждать, пока вернут его капитал. Вы живете в страхе, что продадите опцион какому-то хорошо информированному источнику.

Рано или поздно попадаются все, потому что если вы пытаетесь полностью избежать таких сделок, то пропустите множество хороших торговых возможностей. По существу, если вы слишком консервативны, то не захотите проводить вообще никаких сделок, а если вы слишком агрессивны, то будете очень часто попадать на жуликов. Фокус в том, чтобы попытаться найти между этими двумя крайностями золотую середину.

— Не могли бы вы привести недавний пример того, как вы попались?

— На Тихоокеанской бирже торгуются опционы на Combustion Engineering. Сделки по этим опционам прохо-

дят редко. Как-то утром мы получили звонок от биржевого брокера (сотрудника биржи, ответственного за урегулирование дисбалансов между ордерами). Он сказал, что поступил ордер на покупку нескольких сотен опционов, и поинтересовался, не хотели бы мы поучаствовать в этой сделке. Акция торговалась в районе 25 долларов, и мы согласились продать 300 колл-опционов 25 по цене приблизительно 2 Y_2 доллара. Через 10 минут торги по этой акции были остановлены, и было сделано объявление, что компания поглощена одной европейской корпорацией. Когда через несколько минут торги возобновились, акция открылась на 39 долларах, т. е. за несколько минут мы потеряли более 350 тыс. долларов. Как оказалось, покупателем был член совета директоров приобретающей корпорации.

— И чем все это закончилось?

— В данном конкретном случае мы уже получили на зад свои деньги. SEC быстро нашла покупателя, и пос кольку человек этот был высокопоставленным иност ранным управляющим, который даже не понимал, что совершает что-то незаконное, он без всяких осложнений вернул нам деньги.

— С учетом этого соображения, не колеблетесь ли вы при исполнении большого ордера на опционы на рынке, который обычно ведет себя довольно вяло?

— Такой страх есть всегда, но если вы хотите рабо тать в этом бизнесе, вы должны исполнять и такие орде ра. Кроме того, в большинстве случаев ордера вполне за конны, и ничего не происходит. Наконец, при обычных обстоятельствах мы хеджируем позицию после того, как исполняем опционный ордер. В случае с Combustion Engineering торги по акции были приостановлены пре жде, чем у нас была возможность купить ее в качестве хеджа против нашей позиции. Если бы мы купили ак ции, мы все равно потеряли бы деньги, но не так много, как при отсутствии хеджа.

Чем успешнее будет SEC ловить людей, занимающихся торговлей на основе конфиденциальной информации — а в последнее время они, похоже, ловят всех, — тем уже будет разница между ценами спроса и предложения. Каждая проводимая нами сделка включает в себя некоторую премию за риск, связанную с возможностью того, что другой участник сделки действует на основе внутренней информации. Поэтому, если все убедятся в том, что SEC ловит всех инсайдеров-нарушителей, рынок в результате исключит из цены эту дополнительную премию за риск. По существу, за торговлю на основе конфиденциальной информации расплачивается в конечном счете именно средний инвестор — через более широкий спрэд между ценами спроса и предложения.

— Когда акции совершают большие движения за ночь, предшествует ли такому движению цены увеличение объема торгов опционами?

— Почти всегда. Если вы изучите данные по объему торгов акциями компаний, которые прошли через процесс поглощения, вы найдете, что накануне такого события почти всегда было увеличение торговли опционами.

— Занимаетесь ли вы направленной торговлей?

— Никогда. Я твердо уверен в том, что рынок гораздо умнее меня. По-моему, рыночное ценообразование является лучшей мерой стоимости товара. Одной из забавных сторон уверенности в эффективности рынка является то, что вы должны отказаться от своих убеждений и самомнения в пользу рынков.

Несколько лет назад директор Административно-бюджетного управления США сделал заявление, в котором говорилось, что прогнозы бюджета должны основываться на предпосылке того, что в долгосрочной перспективе процентные ставки снизятся до 5—6%, хотя в то время ставки были на уровне выше 8%. Отражаемый

рынком уровень процентной ставки отражает совокупное мнение тысяч трейдеров, ежедневно сражающихся на рынке облигаций. В сравнении с этим личное мнение директора АБУ ничего не стоит. Если он строит государственную политику на предпосылке того, что долгосрочные процентные ставки будут составлять 5-6%, в то время как рынок считает, что нормальная ставка 8%, он наносит огромный ущерб обществу. Вероятно, если бы он был достаточно умен, чтобы предсказать уровень процентных ставок лучше, чем это делает рынок, он мог бы сделать состояние, торгуя на рынке облигаций, чего он, очевидно, сделать не может.

Думаю, что моя догадка о том, где окажутся процентные ставки через следующие двадцать лет, будет более точной, чем оценка большинства экономистов. Потому что все, что я должен сделать, это посмотреть, где торгуется рынок облигаций. Если он торгуется на уровне 8%, это и есть мой прогноз. Кто-то там может тратить миллионы долларов, разрабатывая сложную модель прогнозирования процентных ставок, и я готов поспорить, что когда-то в будущем прогнозирование рынка облигаций станет лучше. Главный принцип состоит в том, что если вы сможете отказаться от своего самомнения и прислушаться к тому, что говорит вам рынок, вы получите огромный источник информации.

— Я знаю, что ваш основной совет людям о торговле звучит следующим образом: не думайте, что можете превзойти рынок. Однако нет ли у вас какого-то совета для тех, кто уже работает на рынках?

— Если вы инвестируете, но не диверсифицируетесь, то вы практически выбрасываете деньги. Люди не понимают, что диверсификация выгодна, даже если она снижает вашу прибыль. Почему? Потому что риск она снижает еще больше. Поэтому, если вы диверсифицируетесь и затем используете леверидж, чтобы увеличить позицию до уровня риска, эквивалентного недиверси-

фицированной позиции, ваша прибыль, вероятно, окажется гораздо больше.

— Склонен согласиться с вами. Я люблю говорить, что диверсификация — единственный бесплатный завтрак на Уолл-стрит.

— Я бы сказал даже, что, отказываясь от диверсифи кации, вы выбрасываете свой завтрак за окно. Если у вас есть портфель, и вы не диверсифицируете его, вы каж дый год сжигаете деньги.

Профессиональная арбитражная торговля опционами, которой занимается Ясс, очевидно, представляет небольшое непосредственное значение для большинства обычных трейдеров. Однако и здесь есть некоторые важные выводы, которые могут иметь более широкое применение. Пожалуй, самое важное в словах Ясса то, что критически важно уделять внимание максимизации прибыли, а не числу выигрышей. Очевидным применением этой концепции является то, что вне зависимости от вашего стиля торговли стратегия ставок (иными словами, торговли), увеличивающая ставки по сделкам, имеющим наивысшую вероятность успеха, может значительно улучшить конечные результаты. Другим моментом, подчеркнутым Яссом, является то, что наше первоначальное впечатление зачастую оказывается неправильным. Иными словами, берегитесь предпринимать действия, которые кажутся очевидными.

ЧАСТЬ 7

Психология торговли

«Мы встретились с врагом, и враг этот — мы сами».

Знаменитая цитата из комикса Уолта Келли «Лого» *прекрасно одной строкой выражает сущность искусства торговли. Снова и снова люди, которых я проинтервьюировал для настоящей книги и для ее предшественницы, подчеркивают абсолютно критическую роль психологических элементов в торговом успехе. На просьбу объяснить, что было важным для их успеха, маги рынка никогда не рассказывали об индикаторах или технике, а почти всегда говорили о таких вещах, как дисциплина, эмоциональный контроль, терпение и умение принимать убытки. Мысль здесь ясна: ключ к выигрышу на рынках находится внутри человека, а не вне него.*

ДЗЕН И ИСКУССТВО ТОРГОВЛИ

Одной из опасностей работы над такой книгой является то, что вы можете пройти через трудоемкий процесс превращения 250-страничного сырого транскрипта в 25-страничную главу и в результате получить отказ участника интервью в использовании материала (для того, чтобы создать атмосферу, способствующую открытости со стороны тех, кого я интервьюировал, я считал необходимым предлагать им право отказа от публикации). Один из проинтервьюированных мною трейдеров, человек, сделавший для своей фирмы несколько сотен миллионов долларов торговой прибыли, посчитал, что получившаяся глава, содержавшая множество материала, относящегося к интуиции, мечтам, восточной философии, а также некоторые торговые эпизоды представляют такой его образ, который может вызвать сомнения со стороны его корпоративных клиентов. Мне, однако, удалось уговорить его разрешить использовать следующий отрывок анонимно, ибо я посчитал, что в нем содержится необычный и очень глубокий взгляд на биржевую торговлю.

— Я так до сих пор и не понимаю вашего торгового метода. Как вы смогли сделать огромные суммы денег, просто глядя на экран?

— Здесь нет никакой системы. Это просто не более чем «я думаю, что рынок повысится, поэтому буду по-

купать», «он повысился достаточно, поэтому я продам». Все это совершенно импульсивно. Я не сидел и не формулировал какие-либо торговые планы. Я не знаю, откуда идет эта интуиция, к тому же иногда она исчезает.

— Как вы чувствуете, когда она исчезает?

— Когда я неправ три раза подряд, я объявляю тайм-аут. Затем я некоторое время торгую виртуально, без денег.

— Как долго вы торгуете виртуально?

— До тех пор, пока не решу, что снова уловил ритм рынка. Каждый рынок имеет свой ритм, и мы, как трейдеры, должны находится в этом ритме. Я ведь, по сути, не торгую, когда провожу сделки. Торговля имеет место, но не я ею управляю.

— Что вы имеете в виду под словами «не я ею управляю»?

— Происходит покупка и продажа, но она лишь осуществляется через меня. Это как если бы моей индивидуальности и личности не было в этом процессе. Я даже не испытываю чувства удовлетворения от этих сделок. Это именно так и происходит. Вы не читали книгу «Дзен и искусство стрельбы из лука» *(Zen and the An of Archery)*[1].

— Нет, должен признать, что эту книгу я не читал.

— Суть изложенной там идеи заключается в том, что вы должны научиться позволять стреле стрелять самой. Вы не должны лично в этом участвовать. Это не то, что «я стреляю стрелой, я выпускаю ее». Вместо этого стрела вылетает сама, и она всегда права.

То же самое применяется и в торговле. Здесь нет никакого чувства личности. Присутствует только осознание того, что произойдет. Фокус весь заключается в том, чтобы понимать разницу между тем, что вы хотите, чтобы

случилось, и тем, что, как вы знаете, случится. Интуиция знает, что случится.

В торговле, как и в стрельбе из лука, любое усилие, сила, напряжение, борьба, попытка — все это неправильно. Вы оказываетесь вне ритма, вы утрачиваете гармонию с рынком. Идеальная сделка — это такая, которая не требует никаких усилий.

— Вы говорите, будто знаете, что произойдет. Не можете ли вы привести какой-то пример?

— Текущее снижение марки против иены. Я знал, что это произойдет.

— Прежде чем марка пошла вниз относительно иены, она довольно длительное время торговалась в другом направлении. Откуда вы узнали, что наступи ло время открыть сделку?

— Подтолкнула меня фактически фрейдистская ого ворка. Я разговаривал о курсе иены по отношению к марке с другим трейдером, а иена тогда торговалась по 87,80. А я все время называл цену 77,80. Наконец, другой трейдер сказал: «Что это ты такое говоришь?» И я понял, что, называя цену, я ошибался на десять больших фи гур. Очевидно, какая-то часть меня предвидела, что курс пойдет вниз до этого уровня. И это внутреннее знание неожиданно проявило себя в оговорке.

ЧАРЛЬЗ ФОЛКНЕР

УМ ЧЕЛОВЕКА. ПОБИВАЮЩЕГОСЯ УСПЕХА В ЖИЗНИ

Чарльз Фолкнер *(Charles Faulkner)* ушел из аспирантуры (он изучал психолингвистику в Северо-западном университете) после того, как буквально влюбился в две первые книги, написанные Ричардом Бэндлером и Джоном Гриндером, соавторами концепции нейролингвистического программирования (более подробно об НЛП см. в интервью). Начиная с 1981 года Фолкнер много занимался с Гриндером, а затем с Бэндлером и другими главными разработчиками НЛП, и в 1987 году стал сертифицированным тренером НЛП. Главное внимание Фолкнер уделял моделированию совершенствования человека, работая над такими проектами, которые включали ускоренное обучение, принятие решений врачами и торговлю фьючерсами. Фолкнер также является консультантом, руководителем семинара НЛП, разработчиком программ и автором нескольких аудиокассетных программ, в которых используется техника НЛП.

Примечание: в некоторых местах этого интервью — там, где я посчитал, что это поможет прояснить или развить информацию, — я дополнил ответы Фолкнера адаптированными выдержками из аудиокассетного курса Nightingale-Conant *«НЛП: новая технология достижения НЛП» (NLP: The New Technology of Achievement NLP),* где Фолкнер выступил разработчиком программы и главным соавтором.

Я познакомился с Чарльзом Фолкнером, когда он подошел ко мне после моего выступления на симпозиуме по фьючерсам. Во время выступления я несколько раз сослался на данную книгу, которая в то время была закончена наполовину. Фолкнер объяснил, что занимался исследованиями и консультированием, направленными на оказание помощи трейдерам в преодолении психологических препятствий к успеху. Я ответил, что мне очень интересна его работа, ибо она вполне может подойти для включения в новую книгу, но мое расписание в ходе той поездки не оставляло достаточного времени для интервью. Он передал мне набор пленок, попросив использовать их по моему усмотрению.

Этот аудиокурс относился к применению НЛП в различных аспектах человеческой деятельности. Хотя ряд элементов НЛП кажется мне сомнительным, некоторые сегменты курса показались вполне разумными и полезными для увеличения мотивации и сосредоточения на целях. В целом пленки Фолкнера произвели на меня достаточное впечатление для того, чтобы организовать новую поездку в Чикаго для проведения с ним интервью.

Часть НЛП касается изучения знаков, которые люди подают своими жестами, движением глаз, речью и интонацией голоса. Фолкнер, очевидно, имел огромный опыт в оттачивании этих навыков выражения, и он поразил меня как человек исключительно проницательный. Он предусмотрительно забронировал для интервью переговорную комнату в гостинице неподалеку от аэропорта для того, чтобы максимально продлить время, проведенное нами вместе.

— Вы тренер по нейролингвистическому програм мированию. Для большинства читателей этой книги это значит не очень много. Давайте начнем с определе ния НЛП для непосвященных.

— Собственно говоря, более правильным названием было бы «естественные процессы обучения». Главные

соосновательи НЛП — информатик Ричард Бэндлер и профессор лингвистики Джон Гриндер — определяют НЛП как науку о совершенствовании человека. Для выбора своих программ умственного развития НЛП изучает великих людей, добившихся в жизни многого — а именно, исследует, как эти великие люди использовали свой мозг для получения результатов. Исследования эти начались с исключительно талантливых врачей-терапевтов — людей, которые постоянно вносили положительные изменения в жизни других людей. После этого начали изучать талантливых людей в других областях— менеджеров, дипломатов, спортсменов и артистов, — чтобы найти, что делали эти люди для того, чтобы достичь своих выдающихся результатов. Модели естественных процессов обучения, использованные этими людьми для того, чтобы добиться исключительных результатов в сферах своей деятельности, могут использоваться любым человеком, желающим добиться превосходства над другими.

Чтобы понять, как работает НЛП, позвольте провести аналогию с истоками современной техники ходьбы на лыжах. До 1950-х годов большинство людей считали, что умение кататься на лыжах зависит от наличия природного таланта. Или у вас этот талант есть, или его нет. Затем произошло нечто, навсегда изменившее этот вид спорта. Были сняты фильмы о некоторых величайших лыжниках Европы для того, чтобы зафиксировать все характерные для них движения. И было обнаружено, что все они имели некоторые общие технические элементы. Далее было открыто, что технике, использовавшейся этими исключительными лыжниками, можно было обучить других. То есть самые разнообразные люди могли научиться быть очень хорошими лыжниками. Главным было понять, какие движения отличают великих лыжников — суть их навыков, — так, чтобы их можно было показывать другим. В НЛП мы называем эту суть моделью. Эти основополагающие при-

нципы могут быть применены к любому другому виду деятельности или к разнообразным аспектам человеческих взаимоотношений. Мне нравится описывать НЛП как программное обеспечение для мозга. Оно дает умственные программы, позволяющие вам развивать новые способности и приобретать те новые знания, которые вы хотите.

— Очевидно, что второе слово в аббревиатуре НЛП— «лингвистика» — играет ключевую роль. Я совершенно не понимаю, как может лингвистика ра дикальным образом влиять на поведение. Не могли бы вы привести мне пример?

— Как обрабатывается язык в нашем мозге? Очень и очень буквально. Люди часто говорят такие вещи, как «не беспокойтесь» или «не думайте об этом». Что проис ходит, если я советую вам не думать о проблеме? Что ж, несмотря на мой совет, вы будете продолжать думать об этой проблеме. Дело в том, что мозг не может понимать что-то, изложенное в виде отрицательного заявления. Для того чтобы знать, о чем не надо думать, наш мозг должен сначала подумать об этом.

Представьте себе пример, в котором опытные трейдеры говорят новичкам-трейдерам: «Не думайте о деньгах! Помните, не думайте о деньгах». Хотя это может выглядеть хорошим советом, что при этом происходит? Новички-трейдеры будут повторять эту фразу про себя до тех пор, пока они буквально не станут одержимы деньгами.

С учетом того, как мозг обрабатывает язык, т. е. буквально, НЛП рекомендует излагать отрицательные мысли в положительной форме. Вместо того чтобы говорить о том, чего вы не хотите, объясните, чего вы хотите. Вместо того чтобы посоветовать трейдеру не думать о деньгах, гораздо эффективнее будет сказать: «Сосредоточьте свое внимание на том, чтобы следовать своему методу».

— В чем заключаются основные принципы НЛП?

— НЛП основывается на принципах, отличных от принципов психологии. Главными необходимыми при нципами, или предпосылками, НЛП являются следую щие. Первое: карта — это не территория. Карта — это наши мысли и чувства; территория — это реальность. Мы воспринимаем наши мысли и чувства о реальности, мы не воспринимаем саму реальность. Это хорошо, по тому что означает, что можно приобрести лучшую кар ту — лучший способ мыслить и чувствовать.

Второй фундаментальный принцип НЛП заключается в следующем: опыт имеет структуру. Иными словами, то, как воспоминания располагаются в нашем уме, определяет, что они будут означать для нас, и как они будут на нас воздействовать. Если мы изменим структуру наших воспоминаний, мы будем переживать такие события нашей жизни иначе. Измените структуру наших мыслей, и наш опыт изменится автоматически.

Третий важный принцип НЛП: если один человек может что-то сделать, значит любой другой может научиться делать это. В этом великий потенциал НЛП. Совершенство и достижения имеют структуру, которую можно скопировать. Моделируя преуспевающих людей, мы можем учиться на опыте тех, кто уже добился успеха. Если мы можем научиться использовать свой мозг так же, как это делает исключительно талантливый человек, мы сможем получить в свое распоряжение суть его таланта.

Четвертый основополагающий принцип состоит в следующем: ум и тело являются частями одной и той же системы. Если вы можете изменить свое умонастроение в отношении чего-то, изменятся и ваши способности. Если вы измените свою фигуру, дыхание или другие части вашей физиологии, изменятся и ваши мысли. Великий психиатр Р. Д. Лэнг любил говорить: «Изменяя свой ум, вы изменяете свое тело. Изменяя свое тело, вы изменяете свой ум».

Пятый принцип: люди обладают всеми ресурсами, которые им необходимы. В НЛП ресурсами считаются образ, звук и чувства. Наш мозг имеет способность видеть внутренние картины. Вне зависимости от того, как возникают эти картины, расплывчато или отчетливо, из них можно построить замечательные мотивирующие видения. Внутренние голоса могут критиковать или подбодрять и направлять нас. Любое чувство, которое мы когда-либо испытали в своей жизни — уверенность, вызов, неукротимая воля, неважно что, — даже если мы испытали его лишь однажды, может быть применено в любой ситуации нашей жизни, где мы хотим его или где мы нуждаемся в нем.

— Когда вы говорите «карта — это не территория», имеете ли вы в виду, что люди искажают восприятие реальности, что заводит их в тупик?

— НЛП исходит из того, что все карты (умственные и физические) являются искаженным или избирательным взглядом на реальность. Топографическая карта, карта улиц и карта погоды являются различными взглядами на одну и ту же территорию и при этом правильно отражают действительность. Полезность, а не правдивость толкает вас к выбору разных карт в разное время. Различные формы рыночного анализа можно рассматривать как различные карты одной и той же территории. Выдающиеся трейдеры стремятся иметь карты, которые как можно точнее соответствуют территории рынка таким образом, чтобы приносить им пользу.

Конечно, не все карты истинны или полезны. Позвольте предложить вам пример, особенно важный для трейдеров. Он касается статистической концепции возврата к среднему. Этот математический феномен означает, что если у вас дела идут очень хорошо, то, вероятно, в следующий раз они пойдут хуже, а если дела у вас очень плохи, то, вероятно, в следующий раз они будут лучше. Эта закономерность является неизбежным следствием

закона усреднения и стремится искажать восприятие и оценку трейдерами своих собственных результатов.

Например, если трейдер добивается очень хороших результатов в один период и лишь средних — в следующий, он может думать, что потерпел неудачу. С другой стороны, если трейдер работает очень плохо в один период, но посредственно в следующий, он, вероятно, будет чувствовать, что дела его значительно улучшились. В каждом случае трейдер, весьма вероятно, отнесет изменения результатов на свою систему или ощущения, а не на естественную статистическую тенденцию. Непонимание этой концепции приведет трейдера к созданию неточной умственной карты своих торговых способностей. Например, если трейдер переходит от одной системы к другой, когда дела у него идут особенно плохо, весьма велика вероятность, что дела у него со временем пойдут лучше, даже если новая система обладает лишь такими же достоинствами, а, возможно, даже хуже, чем предыдущая. Однако трейдер посчитает, что улучшение дел произошло благодаря новой системе. Напротив, супертрейдеры понимают концепцию возврата к среднему и используют ее к своей выгоде вместо того, чтобы позволять ей заводить себя в тупик.

Кстати говоря, этот феномен объясняет также, почему столь многие люди говорят, что дела у них пошли лучше после того, как они посетили мотивационный семинар. Когда они направляются на мотивационный семинар? Когда они чувствуют себя особенно плохо. В некотором смысле, совершенно неважно, что делает руководитель семинара, потому что среднестатистически дела у этих людей в последующий период так или иначе пойдут лучше — вне зависимости от того, были они на семинаре или нет. Но поскольку они пошли, они отнесут перемену на счет семинара.

— В примере с семинаром, который вы только что привели, разве не возможно также, что люди чувству-

ют и ведут себя лучше из-за эффекта плацебо? В этом смысле разве не возможно, что результаты, приписываемые НЛП, могут также быть эффектом плацебо?

— Частично это утверждение может быть истинным, но меня удивляет то, что это воспринимается как крити ка. Ученые-медики придерживаются той точки зрения, что эффект плацебо — это что-то плохое. Вы можете услышать, как они говорят: «Мы должны исключить эффект плацебо». Однако Бэндлер и Гриндер смотрят на это иначе. Они рассматривают эффект плацебо как естественную человеческую способность — способность мозга лечить тело. Это на самом деле предоставляет за хватывающие возможности. Что, если эту способность можно использовать, когда мы хотим этого или нужда емся в ней? Что, если наш мозг может улучшать наше настроение? НЛП направлено на достижение результа тов. Если благоприятные результаты достигаются от части благодаря эффекту плацебо — т. е. естественной способности мозга влиять на то, как мы себя чувствуем, насколько мы работоспособны, умственно и физичес ки, — давайте использовать его сознательно.

— НЛП утверждает, что через простые умственные упражнения может очень быстро изменить поведение и чувства. Не могли бы вы привести мне пример тако го упражнения для того, чтобы дать читателям, совер шенно незнакомым с НЛП, некоторое представление об этом подходе?

— Позвольте предложить пример, который, вероят но, сможет использовать большая часть ваших читате лей. Все мы бывали в ситуациях, когда рынок значитель но перемещался против нашей позиции. Встает вопрос: насколько это выбивает нас из колеи? Что происходит, когда подобная ситуация повторяется через пару недель или даже через пару месяцев? Если вы начинаете испы тывать такие же отрицательные чувства лишь при мыс ли об этом, значит вы превратились в подобие собаки

Павлова. Это то, что в НЛП называется «привязка». Если эти чувства нарушают вашу концентрацию на принятии торговых решений, используйте для их нейтрализации следующий технический прием НЛП.

Быстро прокрутите в голове видеозапись той неприятной ситуации и выберите один кадр, как фотографию, символизирующий для вас все это неприятное воспоминание. Когда вы найдете его, обратите внимание, видите ли вы себя на том фотоснимке в то время. А именно, видите ли вы на этой фотографии самого себя, одетого так, как вы были одеты тогда? Вероятнее всего нет, и в этом обычно и состоит причина проблемы. Используя умственное зрение, начните все более и более отдаляться от видимой картины до тех пор, пока в кадре не покажетесь вы сами, каким были в то время.

Представьте себе, что сцена эта написана в стиле известного художника, например, Ренуара, Ван Гога или даже Лихтенштейна. Теперь представьте, какая рамка лучше всего подошла бы к такой картине. Возможно, уместной покажется большая старомодная позолоченная рама, а может быть, вы выберете современную стальную рамку. Вы можете добавить музейное освещение. Полюбуйтесь какое-то время на эту картину, как на некое обрамленное воспоминание, извлеченное из глубин вашей памяти. А теперь обратите внимание на свои чувства в отношении того времени. Большинство людей находят, что чувство тревоги и волнения значительно уменьшилось или даже исчезло совсем. Этот процесс НЛП отделяет ваши эмоции от памяти. Это что-то вроде эмоциональной кнопки сброса, которая дает реальный пример принципа НЛП: опыт имеет структуру. Изменив структуру, мы изменяем опыт. Потратив на это упражнение лишь несколько минут, трейдер может восстановить свою эмоциональную объективность.

Другой способ изменения неприятных воспоминаний заключается в следующем: подумайте о том неприятном инциденте и прокрутите его назад к началу,

как если бы это была видеозапись. Затем добавьте к ней цирковую музыку или увертюру к «Вильгельму Теллю», впрочем, более известную как музыка к телесериалу «Одинокий рейнджер». Подойдет любая сильная убедительная музыка, особенно если она не соответствует эмоциональным воспоминаниям вашей памяти. Выберите мотив и начните проигрывать его ясно и громко по мере того, как вы просматриваете тот случай уже под новым углом зрения. Проиграв воспоминание от начала до конца в сопровождении музыки, перемотайте его на начало. Теперь воспроизведите ту же сцену, но уже без музыки. Обратите внимание на свою реакцию в этот раз. Для некоторых людей инцидент становится забавным, даже смешным. Для многих других более ранние чувства разочарования нейтрализуются или, по меньшей мере, значительно ослабевают.

Как вы видите, один подход больше основан на изображении, а другой — на звуке. В зависимости от того, что сильнее развито у человека, восприятие зрительных или звуковых образов, один подход будет работать лучше, чем другой.

— Хорошо, это помогает прояснить типы используемых психологических процессов. Приведите мне еще один пример.

— Следующий пример показывает, как переносить чувство уверенности (или любое другое эмоциональное состояние) из одного времени вашей жизни в другое. Как и многие другие технические приемы НЛП, описываемый прием будет работать глубже и полнее, если он выполняется в состоянии расслабления и без вмешательства извне.

Много раз в вашей жизни были ситуации, когда вы чувствовали себя уверенно. Погрузитесь в свои воспоминания, относящиеся к какому-то конкретному времени, когда вы чувствовали себя абсолютно уверенно. Оживите заново тот момент, стараясь увидеть то, что

вы видели, и услышать то, что вы слышали. Когда вы начнете испытывать чувство уверенности и почувствуете, как оно нарастает, представьте цветной круг на полу вокруг себя. Когда чувства усилятся, выдохните, выходя из круга и оставляя чувство уверенности внутри этого круга (я полностью осознаю, что все это выглядит немного странно).

Теперь подумайте о конкретном времени в будущем, когда вы хотите иметь такую же уверенность. Начиная думать о конкретном времени и месте в будущем, войдите назад в круг и почувствуйте, как чувство уверенности возвращается. Вы только что связали вместе будущее и ваше чувство уверенности из прошлого. Чтобы проверить, как все это работает, подумайте о том конкретном времени в будущем. При этом вы ощутите уверенность. Теперь чувство это стало автоматическим и будет с вами, когда та будущая ситуация наступит, даже если вы о нем не подумаете. Это упражнение можно повторять для любого количества будущих различных ситуаций и используя самые разные чувства в зависимости от того, что нужно.

— Почему успех не приносит счастья? Что приносит счастье?

— Я думаю, дело в том, что люди основывают свое представление об успехе на устаревших моделях или стереотипах того, что означает быть успешным. Напри мер, кто-то может думать, что для того, чтобы добиться успеха, он или она должны заиметь некий дом или ма шину, или супруга. Они используют эти приобретения как свидетельства своего успеха, но сами они в эту кар тину не попадают. Они никогда не входят в эту картину и не спрашивают: «Действительно ли мне нужна такая жизнь?» Поэтому я рекомендую, чтобы люди не просто зрительно представляли себе, каково это будет на самом деле жить той жизнью, которой они стараются с таким трудом достичь, а старались войти в эту жизнь и уме-

твенно прожить в ней несколько недель или месяцев. Проделав это упражнение, люди смогут прийти к выводу, что они хотят уже чего-то иного, и я рекомендую, чтобы они внесли эти изменения в свои планы. В конце концов, коль скоро они так напряженно работают ради будущего, нужно сделать так, чтобы будущее это, когда они его достигнут, было приятным.

— Вы хотите сказать, что причина, по которой люди не становятся счастливыми, когда достигают своих це лей, заключается в том, что они выбрали неправиль ные цели?

— Причина в том, что они стремятся к целям, ко торые не приносят им удовлетворения. Они стремятся к целям, которые навязывают им общество, семья или средства информации. Они порабощаются всеми теми образами того, что, как мы знаем, является признаком успеха. Например, кто ценится нашей культурой в ка честве супруга? Мы знаем ответ из той рекламы, кото рую видим — кто-то, кто молод и привлекателен. Но что еще важно? Я думаю, люди иной раз не могут сразу на это ответить, они не исследовали, что означает для них успех.

— Как могут люди понять, какие цели сделают их счастливыми?

— В НЛП есть упражнение, которое, возможно, по может ответить на этот вопрос. Людям следует предста вить себя в конце жизни. Некоторые люди не хотят вы полнять это упражнение, но когда я велю им сделать это и представить, что они проживут очень длинную, дол гую, здоровую и активную жизнь, они становятся более склонными попробовать. Затем я прошу их взглянуть назад, на то, чего они достигли, и посмотреть, не хотят ли они сделать что-то иначе или, может быть, добавить что-то еще. Хотя это, конечно, всего лишь умственное усилие, взгляд с этой точки зрения в конце жизни по-

могает раскрыть неосознанные ожидания, и людям становится легче произвести оценку того, чем они действительно хотят заполнить свою жизнь. Я спрашиваю своих клиентов: «На что действительно стоит тратить время вашей жизни?»

Сама идея этого упражнения появилась в результате опыта, который я пережил, учась в колледже. Я работал санитаром в больничной палате, где обычно было множество пожилых пациентов. За три года я переговорил с сотнями людей, находившимися у конца своей жизни. Я спрашивал этих людей, что представляла собой их жизнь, что им нравилось в своей жизни и о чем они сожалели, если такие сожаления были.

— И что же вы узнали?

— Я узнал, что очень важно влюбиться в девятнад цать лет. Я узнал, что очень важна готовность шагнуть, рискуя, в неизвестное, например, уехать из родного го рода. С другой стороны, уход на пенсию только из-за того, что вы достигли определенного возраста — это то, о чем многие из них думали как о самой большой ошиб ке своей жизни.

Меня по-настоящему поразило, что ни один из этих людей не сказал, что по-настоящему жалеет о чем-нибудь, что сделал в прошлом — жалели они лишь о том, чего не сделали. Они сожалели, что потратили свои жизни на всякие мелкие цели. Они не поняли, что является важными для них ценностями, и не делали затем все, чтобы достичь их. Урок, который я вынес из этого опыта, был тот же, что и другой, полученный через много лет в НЛП: если мы не живем в соответствии с нашими ценностями и не достигаем своих целей, мы испытываем разочарование и пустоту.

— Как узнать, являются ли цели, к которым вы стремитесь, теми самыми, которые соответствуют ва шим ценностям?

— Об этом полезно думать как о миссии. Миссия — это не то, что вы навязываете себе или строите, исходя из своих текущих интересов, скорее это что-то, что вы от крываете у себя внутри. Джон Гриндер однажды спросил: «Что вы любите настолько сильно, что готовы платить за то, чтобы делать это?» Если вы не имеете ярко выражен ных ценностей, вам будет трудно определить миссию, и у вас будет слабая мотивация для достижения своих целей. Однако если ваши цели поддерживают ваши ценности, и вы имеете отчетливое ощущение своей миссии, то ваша мотивация будет в равной степени сильна.

— Является ли сильная мотивация обычной харак теристикой трейдеров, добившихся успеха?

— Сильная мотивация является обычной харак теристикой всех тех, кто добивается успеха на любом поприще. Есть два различных типа мотивации, в НЛП это называется двумя направлениями мотивации: или к тому, чего мы хотим, или от того, чего мы не хотим.

Например, рассмотрим, как люди реагируют на необходимость просыпаться по утрам. Когда звонит будильник, человек может пробормотать что-то сквозь сон: «О, нет! Надо поспать еще чуть подольше», — и жмет на кнопку паузы будильника. Когда будильник звонит снова, человек этот мысленно видит себя впопыхах собирающимся на работу и думает: «Да ерунда, надену ту же одежду, что вчера и обойдусь без завтрака». И он снова отключает будильник. Когда через несколько минут будильник звонит снова, его мозг начинает показывать ему картины, где он опаздывает на работу и должен объясняться с начальником. Он решает, что поедет на работу чуть быстрее и снова засыпает, но когда будильник срабатывает в следующий раз, внутренний голос говорит ему: «Ты должен встать!» В уме у него появляются картины нетерпеливо ждущих клиентов и разъяренного босса, угрожающего увольнением. И когда эти картины разрастаются в его голове до достаточно больших размеров, ярких, близких и

громких, он говорит: «О'кей, я встаю». Так, наконец, он получает достаточную мотивацию.

Другой человек, когда слышит утром звон будильника, думает о том, какие замечательные вещи он сделает в этот день. Он видит, как достигает новых целей, и просыпается, стремясь заняться этими делами. Этот человек также мотивирован. Собственно говоря, он скорее всего просыпается до звонка будильника.

Человек, не хотевший вставать до тех пор, пока не увидел такие образы, как кричащий на него разъяренный босс, имеет мотивационное направление «прочь». Его мотивация — убежать от боли, неудобства, неприятных последствий. Он, вероятно, выбирает тех друзей, которые его не беспокоят. Маловероятно, что такой человек получит продвижение по службе до тех пор, пока он может выносить свою работу. Он старается уйти от того, что ему не нравится. Человек же, который встает с нетерпением, имеет мотивационное направление «навстречу». Он движется навстречу удовольствию, вознаграждению и целям. Он, вероятно, выбирает тех друзей, которые его стимулируют. Он стремится сделать карьеру, чтобы достичь больших возможностей. Он движется к тому, чего хочет. Люди могут иметь мотивацию обоих типов — «прочь» и «навстречу», — но у большинства людей преобладает либо одно, либо другое. Это очень разные способы получения мотивации, и оба они могут быть полезны в разных ситуациях.

—Выгоды от мотивации «навстречу» кажутся вполне очевидными, но в чем может быть выгода от мотивации «прочь»?

— Ваш вопрос отражает наиболее распространенное восприятие. Выгоды от мотивации «навстречу» наиболее очевидны. Люди, которые движутся навстречу целям, больше ценятся в нашем обществе. Вы можете видеть это в том, как составлены объявления о найме на работу, где довольно часто используются такие термины, как «само-

мотивируемый» и «активный». А направление мотивации «прочь» считается чем-то нехорошим. Однако можно взглянуть на эту мотивацию иначе — как на способ ухода от проблем. Многие люди, использующие мотивацию «прочь», прекрасно решают проблемы. И вы можете слышать это в их языке. Они могут сказать: «Извините меня, но здесь у нас проблема». Они видят проблему и должны решить ее. Иногда они настолько погружаются в проблему, что могут забыть, куда направлялись, но проблему они решат. Люди, мотивированные «навстречу», настолько мотивированы навстречу своим целям, что они могут даже не задумываться о том, с какими проблемами они при этом столкнутся или к каким трудностям нужно заранее подготовиться. Следовательно, полезны оба типа мотивации.

— Вы хотите сказать, что люди, имеющие мотива цию «прочь», имеют такие же возможности преуспеть, как и те, у которых мотивация «навстречу»?

— Совершенно верно. Мотивация «навстречу» может быть освещена в журналах, посвященных достижению успеха. Однако и люди, обладающие менее ценимой мо тивацией «прочь», могут быть очень успешными. Иде альным примером является Мартин Цвайг, знаменитый предсказатель курсов акций. Он управляет активами на общую сумму более миллиарда долларов. Его инфор мационный бюллетень и книги, посвященные акциям, относятся к числу наиболее уважаемых в этой отрасли. Когда Цвайг говорит о стратегии, он заявляет: «НЕ идите против тренда процентных ставок. НЕ сопротивляйтесь рынку». Он использует мотивацию «прочь» для того, чтобы уменьшить убытки. Многие выдающиеся трейде ры проявляют мотивацию «прочь», когда они говорят о «защите себя» или «разыгрывании общей защиты». Они согласны получить лишь небольшой ущерб на рынке, после чего уходят с него. Как сказал в вашем интервью Пол Тюдор Джонс: «У меня очень краткосрочный гори зонт для боли».

— Несомненно, должны быть некоторые недостат ки, связанные с наличием мотивации «прочь».

— Конечно. Люди, мотивированные на уход от ве щей, часто испытывают много боли и беспокойства прежде, чем получают мотивацию. Если они допускают, чтобы уровень стрессового волнения поднимался слиш ком высоко, это может повлиять на их здоровье. Эти ми людьми полны классы курсов по борьбе со стрессом. Для них было бы более полезно научиться брать на себя меньше боли, прежде чем предпринимать какое-то дейс твие, чем учиться справляться с этой болью. Кроме того, чем дальше они уходят от проблемы, чем менее серьез ной она кажется, следовательно, они теряют часть своей мотивации. В результате мотивация «прочь» имеет тен денцию изменяться. Наконец, люди, имеющие мотива цию «прочь», не всегда знают, куда они в конце концов придут, потому что их внимание сосредоточено на том, чего они не хотят, а не на том, чего хотят.

— Преобладает ли у преуспевающих трейдеров один тип мотивации над другим?

— Очень часто они имеют развитую мотивацию «на встречу» — «навстречу» успеху, «навстречу» деньгам, — именно поэтому они и выходят на рынки. Однако и те, которые имеют в качестве главной мотивации «на встречу», должны тратить время и энергию на то, чтобы разработать мотивацию «прочь», необходимую для пра вильного управления капиталом. Работая с трейдерами, я понял, что почти невозможно стать по-настоящему успешным трейдером без мотивации, направленной на избежание чрезмерного риска.

— Безусловно, мотивация критически важна для достижения цели. Является ли она единственным важ ным фактором, или их больше?

— Исследования НЛП показали, что для того, чтобы цель стала достижимой, нужно добиться выполнения

трех условий. Во-первых, цель должна быть выражена положительным утверждением. Не должно звучать мыслей об отказе от чего-то — например, «я не хочу терять деньги», вместо этого нужно говорить положительно, например «я хочу защитить свои активы». Второе условие заключается в том, что цель должна быть вашей. «Они хотят, чтобы я увеличил размер позиции» является примером цели, которая не удовлетворяет этому условию. Вместо этого целью должно быть «когда рыночные условия благоприятны, я буду удваивать свою торговую позицию». В этой ситуации шансы на достижение вами цели гораздо выше. В-третьих, цель должна быть конкретной. Ничто никогда не происходит в общем. Чем подробнее описана ваша цель — что вы увидите, услышите и почувствуете, когда достигнете ее, — тем лучше. Четвертое условие добавляет такие параметры, как «когда», «где» и «с кем». Пятое условие достижения цели заключается в предвидении последствий достижения цели. Достойна ли и желательна ли сама цель и ее последствия? Это дает нам полный набор определений цели, которой мы по-настоящему хотим, и которая принесет нам удовлетворение.

— Самое первое из условий, названных вами кри тически важными для достижения цели, заключается в том, что цель должна быть выражена позитивно. Не будет ли трудно выполнить это условие людям с моти вацией «прочь»?

— Базовая мотивация может означать уход прочь от чего-то плохого, но цель при этом все равно может быть выражена положительно. Например, мотивацией неко его человека, чтобы стать успешным трейдером, может быть уход от бедности. В этом случае целью может быть установление личного рекорда по прибыли в наступа ющем году. Мотивация «прочь» и положительная цель могут работать рука об руку, обеспечивая глубокую мо тивацию и выдающиеся результаты.

— Как вы начали работать с трейдерами?

— В 1987 году ко мне обратился Стив Бьянуччи, мо лодой трейдер операционного зала казначейских обли гаций, работавший в Школе Логики Рынка (Market Logic School) Пита Стайдлмайера (позднее Стайдлмайер ушел из школы) и хотевший перейти от торговли в зале к по зиционной торговле. Он хотел знать, нельзя ли исполь зовать НЛП для построения рабочей модели великого трейдера. Этот вопрос меня заинтриговал, и он послу жил катализатором для исследовательского процесса, который продолжается до сих пор.

— Что это за исследовательский процесс?

— Изучение великих трейдеров с целью построения модели идеального трейдера.

— А не трудно было получить доступ к таким трей дерам? Мне нелегко себе представить, чтобы многие из них с охотой согласились стать предметом пристально го наблюдения и моделирования.

— Что касается трейдеров операционных залов бирж, таких как Том Болдуин (феноменально успешный трей дер операционного зала казначейских облигаций, опи санный в книге Market Wizards), прямое наблюдение было весьма простым, не требовавшим ничего, кроме допуска в торговый зал, который у меня был. В слу чае Пита Стайдлмайера (высоко успешного трейдера фьючерсами и изобретателя Профиля Рынка *(Market Profile)* — аналитической методологии, основывающей ся в основном на исследовании внутридневного оборо та), он занимался преподаванием, и я смог наблюдать его прямо на занятиях. Наконец, в случае нескольких других супертрейдеров наблюдение было несколько отстранен ным — через видеозаписи их торговли и прослушива ние их разговоров или интервью. В эту последнюю ка тегорию попадают Джимми Роджерс, Пол Тюдор Джонс и Ричард Деннис (одни из лучших трейдеров нашего поколения, также описанные в Market Wizards). Позднее

я видел Денниса на дискуссии по поводу фьючерсных рынков, которую вы вели, где я получил подтверждение того, что мое восприятие его торговой стратегии и стиля управления эмоциями было точным.

— Не могли бы вы привести типичный пример трейдера, обратившегося к вам за помощью?

— Недавно я работал с человеком, являющимся хорошим трейдером. Однако каждый раз после достижения великолепных результатов он теряет значительную часть своей прибыли. Когда я работал с ним, оказалось, что он многое знает о трейдерах, которые делали деньги, но, по его словам, были «не очень-то хорошими людьми». Он хотел быть успешным трейдером, но также беспокоился, что может стать таким, как они. Его подсознательным решением этой проблемы был отказ от успеха.

Его убеждения оказывали весьма сковывающее влияние и на его личную жизнь. Он думал, что должен на первое место ставить торговлю — и что торговля означала, что он не может иметь личной жизни или семьи. Использование НЛП для изменения этих убеждений помогло изменить ту часть его личности, которая, как он ошибочно думал, мешала торговле. Для меня это было особенно благодарным опытом, потому что я видел, как человек этот вернул себе ту часть своей жизни, которую, как он думал, не мог иметь в роли трейдера.

Недавно он позвонил мне и рассказал, что утроил размер своей позиции, доведя ее до более тысячи контрактов. Разрешив свой внутренний конфликт, он освободил умственную энергию и смог направить ее на отыскание новых возможностей и улучшение своей торговли.

— Что отличает тех, кто преуспевает в торговле, от подавляющего большинства трейдеров?

— Критически важным элементом являются убеждения. В книге «Самые результативные» *(Peak Performers)* Чарльз Гарфилд пишет, что общим эле-

ментом у этих людей является абсолютная уверенность в достижимости своего успеха. Сопоставьте это с исследованиями доктора Майкла Лернера, опубликованными в его книге «Чрезмерное бессилие» *(Surplus Powerlessness),* где он нашел, что большинство людей чувствуют, что они обладают очень небольшой властью над своей собственной жизнью. Он основывает свои заключения на тысячах интервью, проведенных с людьми самого широкого круга профессий. Этот общий контраст между самыми результативными людьми и большинством населения вполне хорошо объясняет неизбежную разницу между выдающимися трейдерами и всеми остальными участниками рынка. Супертрейдеры обладают абсолютной уверенностью в своей способности победить — уверенностью, подтвержденной их компетентностью в отношении рынков. Сопоставьте это с большинством трейдеров, у которых нет уверенности в своей системе или подходе, и типичной тенденцией большинства трейдеров винить других (брокера, трейдеров операционного зала и т. д.) в своих собственных результатах.

— Помимо уверенности в своем успехе, каковы дру гие характеристики преуспевающих трейдеров?

— Другим важным элементом является то, что у них есть фильтр восприятия, о наличии которого они хорошо знают и который используют. Под фильтром восприятия я подразумеваю методологию, подход или систему понимания поведения рынка. Например, филь трами восприятия являются анализ Эллиотта и клас сический анализ графиков. В своих исследованиях мы нашли, что не имеет большого значения то, какой тип фильтра восприятия используется. Это может быть классический анализ графиков, метод Ганна, волны Эл лиотта или Профиль Рынка — все эти методы, похоже, работают при условии, что человек знает свой фильтр восприятия хорошо и следует ему.

— Я могу объяснить, почему такое происходит.

— Мне безусловно очень интересно услышать это.

— Я думаю, что многие популярные методологии — на самом деле полная чепуха.

— *(Смеется.)* Ага! Это весьма провокационное заявление. Вы привлекли мое внимание.

— Все эти технические методы основаны на цене. По сути дела, это все по-разному окрашенные очки, через которые смотрят на цену. Сторонники RSI и стохастиков (двух популярных индикаторов перекупленности/перепроданности) видят закономерности изменения цены с помощью числовых рядов (таких, как RSI или стохастик), получаемых на основе цен. Энтузиасты анализа Ганна видят модели поведения цены через интерпретацию принципов Ганна. И в этих, и в других случаях трейдеры накапливают опыт работы с ценовыми закономерностями — хотя и смотрят под разными углами зрения. Некоторые из применяемых методологий, однако, являются, вероятно, абсолютно бесполезными. Это все равно, как если бы вместо того, чтобы смотреть на цены через бесцветное стекло, трейдеры, использующие эти методы, рассматривали цены через тонированные разными цветами очки. Этот метод, или тонирование, является вопросом личного предпочтения. Если продолжить эту аналогию, я хотел бы сравнить эти методы с обычными солнечными очками: они изменяют вид, но не улучшают зрение. Таким образом, эти методы, похоже, работают только потому, что люди, которые их используют, выработали в себе некоторого рода интуитивное ощущение цены.

— Это соответствует моим собственным взглядам. Людям необходим такой фильтр восприятия, который подходит их методу мышления. Фильтр восприятия, подходящий тому или иному трейдеру, зависит больше от того, насколько он близок характеру его мышления

и процессу принятия решений, чем тому, насколько правдиво он демонстрирует поведение рынка. Когда человек глубоко изучает любой фильтр восприятия, этот фильтр помогает ему развивать интуицию. Опыт ничем заменить невозможно.

— Есть ли другие характеристики, присущие успешным трейдерам?

— Другим важным элементом у трейдеров, добившихся успеха, является то, что они используют эффективную торговую стратегию. Я использую слово «стратегия» в значении НЛП, что означает ряд внутренних представлений, мысленных картин, слов и чувств, ведущих к желаемому результату: выигрышным сделкам. Один трейдер может действовать решительно, в то время как другой может быть парализован нерешительностью. Разница заключается в их стратегиях.

— Боюсь, что я не совсем понял вашу мысль. Задам вопрос иначе: что присуще стратегиям успешных трейдеров?

— Эффективная торговая стратегия должна иметь следующие характеристики. Во-первых, она должна быть автоматической. С учетом конкретной ситуации трейдер должен знать, что делать, без малейшего сомнения. Во-вторых, хорошая стратегия должна быть конгруэнтной — т. е. она не должна создавать никакого внутреннего конфликта. В-третьих, стратегия должна включать мотивацию «прочь» для того, чтобы осуществлять некий конкретный контроль над риском. В-четвертых, частью стратегии должно быть представление сделки с точки зрения уже открытой позиции и изучение того, что может пойти не так со сделкой до того, как она открыта. В-пятых, эффективная торговая стратегия должна давать конкретные факты, позволяющие трейдеру оценивать достоинства сделки.

— Существуют ли какие-нибудь еще характеристики, общие для преуспевающих трейдеров?

— Критически важно управление своим эмоциональным состоянием. По-настоящему исключительные трейдеры могут перенести все, что угодно. Вместо того, чтобы сходить с ума, когда дела идут не в их пользу, они сохраняют спокойствие и действуют в соответствии со своим подходом. Такое состояние ума может быть природным даром. А некоторые люди могут иметь какие-то способы контроля над своими эмоциями или их снижения. В любом случае, они знают, что должны быть эмоционально отстраненными от чувств, относящихся к их позициям. Когда позиция идет против него, Пит Стайдлмайер выражает свое отношение следующим образом: «Гм, смотри-ка, что творится». Он рассматривает свои позиции с настоящей научной отрешенностью. Сохраняя спокойствие, выдающиеся трейдеры способны воспринимать необходимую информацию с целью определения того, нуждается ли их подход в пересмотре.

— Является ли правильное эмоциональное состояние врожденным свойством характера, или ему можно научиться?

— И то и другое. Некоторые выдающиеся трейдеры, похоже, были такими все время — они обладают некоторой природной отрешенностью, — а другие научились по-военному контролировать свои эмоции. Каждый подход работает, но эти трейдеры являются исключениями. Торговля имеет тенденцию привлекать людей, которые не годятся для торговли — людей, очарованных возможностью сделать много денег, людей, готовых идти на большой риск, людей, которых привлекает волнение, или которые очень эмоционально реагируют на весь мир.

— Как можно научить таких людей умственному состоянию, необходимому для успешной торговли?

— Один из приемов, которым я их учу, заключается в том, чтобы встать, отойти назад и представить себе, что они видят себя сидящими в своих креслах. Я заставляю их спокойно смотреть, как если бы они смотрели на кого-то другого, занимающегося торговлей. Я также заставляю их выполнять другие упражнения НЛП, предназначенные для достижения той же цели.

— И простого выполнения таких несложных умственных упражнений достаточно для того, чтобы достичь постоянных поведенческих изменений? Например, хотите ли вы сказать, что трейдеры, ранее бывшие весьма эмоциональными, станут автоматически спокойно реагировать в кризисных ситуациях только из-за того, что выполнили несколько таких умственных упражнений?

— Исключительно эмоциональным людям может потребоваться больше работы, чтобы результаты оказались устойчивыми, но в целом ответ будет да. Я знаю, что в это трудно поверить, но наш мозг очень быстро учится. Если вы измените способ, которым мозг воспринимает ситуацию, вы навсегда измените и способ, которым он отвечает на эту ситуацию.

Конечно, иногда встречаются какие-то конфликтующие обстоятельства. Одним из моих самых первых клиентов был очень эмоциональный трейдер, у которого была успешная система, но он не мог ей следовать. Я научил его некоторым техническим приемам для эмоционального отстранения от рынка. Я понаблюдал в течение одного дня, как он применяет эти приемы, и они действительно заработали. Всего за несколько часов он выиграл 7 тыс. долларов. Но едва лишь я начал смаковать чувство самоудовлетворения, как он повернулся ко мне и монотонным голосом сказал: «Боже, как скучно!» И я подумал про себя: «Ага». Я хотел бы сейчас вам рассказать, что я помог ему решить его проблему, и что он сделал миллионы долларов и жил после этого долго и

счастливо. Но на самом деле он все это бросил. Теперь он знал, как войти в эмоционально отстраненное состояние, но оно ему не понравилось.

Этот опыт научил меня, что некоторые люди попадают на рынки из-за того, что любят острые ощущения. С тех пор я научился помогать людям, которые испытывают потребность в волнении, находить его в других местах и планировать его так, чтобы их мозг привыкал к мысли, что переход в эмоционально отстраненное состояние заключается не в отказе от волнения, а в выделении для него соответствующего времени и средств выражения.

— Можете ли вы что-нибудь добавить о том, какие свойства отличают выигрывающих трейдеров от про игрывающих?

— Последняя необходимая характеристика, отлича ющая выигрывающих трейдеров от проигрывающих, относится к тому, что я называю «операционные мета форы». Операционная метафора определяет, как мы ви дим мир, и она формирует наши убеждения, действия и стиль жизни. Вот лишь некоторые из наиболее рас пространенных метафор, используемых трейдерами для описания рынка — женщина, война, игра. Вот примеры метафор на основе игр или решения головоломок. Ри чард Деннис говорит: «Это все равно, что играть сотню партий в шахматы одновременно». Питер Стайдлмайер говорит, что он «решает рынки». Пол Тюдор Джонс обобщает это словами: «Это игра, а деньги — способ вести счет». Каждая операционная метафора приводит мозг трейдера к различным наборам убеждений и раз личным подходам к рынкам, при этом некоторые ока зываются более эффективными, чем другие.

Сравните метафоры, которые я только что процитировал, с некоторыми другими операционными метафорами, которые я часто слышал в торговом зале. «Сегодня меня разорвали на куски» — здесь рынок

превращается в хищника. «Нам был нанесен удар» — это отражает представление о рынке как о войне, а говорящий воспринимает себя как раненого участника войны. Какая метафора приведет к более объективному восприятию рынка — участие в игре, даже в игре с высокими ставками, или защита от нападающего дикого животного? Ответ очевиден. Разница заключается в том, что предлагается метафорой. В игре есть победители и побежденные, но ваше выживание не ставится на карту, как это происходит в случае нападения дикого животного. Вы можете блестяще реагировать, спасая себя от зверя, но эта метафора не поощряет вас учиться и отрабатывать долгосрочные стратегии и тактики так, как это бывает в игре. Для успеха необходимо иметь операционную метафору, соответствующую вашему торговому стилю.

—Можете ли вы сказать, кто станет успешным трейдером, а кто нет?

— Да, основываясь на том, насколько люди соответствуют профилям преуспевающих трейдеров в только что описанных областях: убеждения, фильтр восприятия, стратегия, управление эмоциональным состоянием и операционные метафоры. Если говорить менее техническим языком, то могу сказать на основе многих лет изучения трейдеров, что самым лучшим предсказателем успеха является то, совершенствуется ли человек со временем и приобретением опыта. Многие трейдеры бессознательно признают отсутствие прогресса, постоянно перепрыгивая от одной системы или методологии к другой, никогда не достигая настоящего совершенства ни в одной из них. В результате эти люди получают шесть раз по одному году разного опыта вместо того, чтобы получить шесть лет одного опыта. Напротив, превосходные трейдеры тяготеют к единственному подходу — какому именно, по сути дела неважно — и все более и более в него верят.

— Каково отношение НЛП к связи между сознательным и подсознательным мышлением?

— Свойством сознательного мышления является размышление о вещах. «Там ли я нахожусь, где хотел бы быть?» «Хорошая ли это сделка?» Иными словами, речь идет об оценке. Сознательное мышление не может изменять вещи. Могу предложить вам такую аналогию. Когда я жил в Колорадо, меня навестил друг с Востока. Однажды я предложил ему покататься на лошадях. Мы взяли напрокат лошадей в конюшне. Не знаю, приходилось ли вам когда-нибудь брать прокатных лошадей, но лошади эти знают все тропинки, и они, кроме того, оценивают опытность наездника, когда тот садится в седло. У меня было мало опыта, а у друга моего — никакого.

Мы сели на лошадей, и они пошли рысью. Вдалеке перед нами виднелась роща деревьев. Чем ближе мы к ним приближались, тем быстрее бежали лошади. Я точно знал, что происходило. Лошади собирались сбросить нас, пробегая через рощу, и затем вернуться в конюшню, чтобы отдохнуть остаток дня. Я пригнулся, когда моя лошадь влетела в рощу. И тут же услышал позади себя звук падения тела на землю. Я повернул лошадь и увидел своего друга, лежащего на земле в десяти метрах от деревьев.

«Ты в порядке?» — спросил я. Немного смущенно он сказал: «Да, все хорошо». «Что случилось?" — спросил я. «Глупая лошадь хотела влететь в дерево, и мне пришлось спрыгнуть», — ответил он.

Вот человек, который явно перепутал лошадь с автомобилем. Сознательное мышление напоминает всадника. Оно оценивает направление, в котором скачет лошадь. Если лошадь, или подсознание, скачет не туда, куда мы хотим, это не значит, что подсознание глупое, не следует инструкциям и вот-вот врежется в дерево. Это означает, что подсознание имеет свою собственную программу и выполняет ее как можно лучше, исходя из своей истории и привычек — в точности как лошадь, ко-

торая имела привычку сбрасывать людей и возвращаться в конюшню.

С помощью НЛП вы можете заставить свое сознание замечать, когда вы направляетесь не туда, куда хотите. И, что еще более важно, вы можете использовать технические приемы НЛП для того, чтобы вводить новые стереотипы в ваше подсознание, вместо того чтобы жаловаться или придумывать тысячи причин, почему вы в своей жизни находитесь не там, где вы хотели.

— Ранее мы говорили о необходимости неспеша изучать свои цели — убедиться в том, что это дейс твительно те цели, которых вы хотите достичь, а если это не так, то соответствующим образом изменить на правление своих усилий. Предположим, некий человек проделал все это. Можете ли вы дать ему какой-то со вет о том, как лучше всего претворить эти цели в ре альность?

— Лучше всего ответить на этот вопрос я могу, пере сказав опыт Гэри Фэриса, тренера НЛП и моего коллеги. Исследование Гэри этого вопроса выросло из убедитель ного личного опыта. Гэри большой любитель бега. Не сколько лет назад, когда он пробегал по сельской дороге в Калифорнии, его сбил пикап. Травмы были настолько се рьезными, что врачи в госпитале не были уверены в том, что он сможет выжить. После двух из шести операций, которые ему предстояло перенести, врачи сказали, что единственная причина, по которой он выжил, заключает ся в том, что он был в очень хорошей физической форме. Они сказали ему, что он никогда не сможет нормально ходить и уж конечно никогда не будет бегать.

В течение следующих двух лет Гэри занимался спортивной реабилитацией. Он восстановил свое тело, преодолевая боль. Сегодня он бегает регулярно и из всех тренеров, работающих в NLP Comprehensive (одна из первых и основных тренерских организаций НЛП), находится в лучшей физической форме. Нечего и гово-

рить, что доктора были поражены. Однако они делали свои оценки, исходя из статистических данных о подобном случае. Они не понимали, что Гэри Фэрис сам сделал себя исключительным пациентом.

Сразу после этого несчастного случая Гэри начал изучать вопросы реабилитации после спортивных травм. Он исследовал ключевые характеристики тех спортсменов, которые прошли успешную реабилитацию. Он изучал их психическое состояние. Он нашел, что этих людей характеризовали шесть главных психических стереотипов.

Во-первых, эти спортсмены использовали оба мотивационных направления. Иными словами, они одновременно двигались «навстречу» к восстановлению и убегали «прочь» от болезни. Таким образом, эти спортсмены использовали максимально возможную мотивацию.

Во-вторых, спортсмены эти были стопроцентно настроены на восстановление полной силы и здоровья. Этот стандарт стал их направляющей целью. Все, что меньше, было неприемлемо. Фактически многие из них хотели не только полностью восстановить силы и здоровье, но и стремились приобрести лучшую форму, чем имели до травм. Они знали свои возможности и не были согласны ни на что меньшее. Эти спортсмены знали, что добьются успеха.

Третьим ключевым элементом, общим у всех этих спортсменов, было то, что они продвигались в своей реабилитации шаг за шагом. Если вы стремитесь осуществить крупный проект, такой как преодоление ужасной травмы, ужасно тяжело обдумывать всю задачу целиком. Однако если вы можете разбить ее на сегменты или отдельные шаги, вы сможете ее достичь. Каждый шаг становится новой целью. Что касается Гэри, то ему нужно было выжить, прежде чем он смог ходить; он должен был начать ходить, прежде чем смог бегать. Гэри и другие спортсмены, которых он изучал, получали огромное удовлетворение от выполнения каждого шага. Таким об-

разом, они испытывали ощущение успеха, продвигаясь по каждому отрезку пути к главной цели восстановления полной силы и здоровья.

Четвертый ключевой элемент относился к тому, как эти выздоравливающие спортсмены воспринимали время. Они существовали в каждом данном мгновении. Иными словами, они добились успеха потому, что концентрировались на настоящем. Если бы вместо этого они думали о далеком будущем, им было бы очень легко впасть в отрицательную ориентацию, сомневаясь, смогут ли они вообще достичь своей конечной цели.

Пятым элементом их положительного умственного отношения было вовлечение в процесс реабилитации. Чем больше спортсмен помогал себе сам — даже делая что-нибудь настолько простое, как прикладывание льда к воспаленной области, — тем более полным и быстрым было восстановление. Когда вы участвуете в процессе, вы чувствуете, что можете влиять на то, что происходит, и это делает вас более решительным и активным.

Шестой и последний ключевой элемент относился к тому, как спортсмены оценивали свои личные результаты и прогресс. Люди от природы имеют склонность сравнивать себя и свои действия с другими. Такое мышление начинается еще в раннем возрасте и становится все более свойственным человеку по мере того, как он взрослеет. Критически важно, чтобы выздоравливающие спортсмены не становились рабами этой психологической привычки. Из-за своих травм они могут плохо сравнивать себя с другими, и это, вероятно, будет их разочаровывать. Успешные спортсмены смотрят исключительно на свой собственный прогресс. Они сравнивают себя самих с собой. Они задают себе такие вопросы: «Как далеко я продвинулся с прошлой недели или с прошлого месяца?»

Кстати говоря, самый большой подарок, который родители могут сделать своим детям — это научить их сравнивать себя с собою. Пусть они знают, что в любом деле, которым они занимаются, всегда найдется кто-то,

кто будет лучше, и кто-то, кто будет хуже них. Важно, чтобы сами они продвигались вперед. При такой умственной позиции, наблюдая достижения других людей, вы будете испытывать вдохновение и стремление к самосовершенствованию, а не зависть.

Когда все эти шесть элементов соединяются вместе, они создают непреодолимую тягу к успеху. В последующих исследованиях я нашел, что эти шесть ключевых характеристик давали основу для любого положительного склада ума. Вне зависимости от того, кого я изучал — спортсменов, предпринимателей или руководителей компаний, — чем более уверенным был их склад ума, тем больше они использовали эти шесть элементов.

— Вы активно участвуете и в НЛП, и в торговле. Находите ли вы какие-либо сходные черты у этих двух видов деятельности?

— Торговля и НЛП — как два зеркала, отражающих друг друга. Торговля концентрируется на рыночных сте реотипах, а НЛП концентрируется на стереотипах ума. И то и другое имеет дело с осязаемыми, а не теорети ческими результатами. Трейдеров судят по их результа там — деньгам на их торговых счетах, — а не по красоте или сложности их рыночных теорий. Тренеров НЛП су дят по их результатам — по тому, насколько быстро их клиенты достигают изменений, которые они стремятся произвести в своей жизни, — а не по оригинальности или глубине теорий НЛП о том, как работает мозг. НЛП стремится моделировать человеческий успех, а торгов ля — это род деятельности, в котором для успеха тре буется превосходство, поскольку выиграть может лишь небольшое меньшинство. НЛП и торговля привлекают меня, потому что мне нравится упор, который они дела ют на реальные результаты и совершенство.

Работает ли НЛП? Мой личной взгляд на этот вопрос значит мало, потому что он представляет только мое

личное мнение. Конечно, существует огромное количество фактических примеров, поддерживающих эффективность технических приемов НЛП. Однако строгих беспристрастных научных проверок очень мало. Несомненно, отсутствие достоверных научных экспериментальных данных является результатом чрезвычайной трудности измерения результатов НЛП, которое работает главным образом с чувствами и убеждениями. Однако одним из преимуществ НЛП является то, что оно обещает быстрые результаты. Следовательно, если вы попробуете НЛП в одной из его форм (книги, пленки, семинары, собеседования с глазу на глаз), вы сможете довольно быстро прийти к решению, представляет ли этот подход для вас какую-нибудь ценность.

Отставив в сторону более широкие вопросы достоинств НЛП, я нашел некоторые аспекты речи Фолкнера убедительными. Во-первых, я считаю, что концепция миссии — очень полезная умственная конструкция для концентрации на целях и усиления мотивации. Прослушивание пленок Фолкнера совпало с резким увеличением моих собственных усилий по дальнейшему развитию своих методов управления портфелем фьючерсов и значительным прогрессом в этом отношении. Я также думаю, что большую ценность представляет перечень шести ключевых элементов, необходимых для достижения целей:

1. Используйте как мотивации «навстречу», так и мотивации «прочь».
2. Ставьте перед собой только полноразмерные и большие цели, не соглашаясь ни на что меньшее.
3. Разбивайте слишком сложные и далекие цели на отдельные этапы так, чтобы получать удовлетво рение от завершения каждого отдельного этапа.
4. Полностью концентрируйтесь на текущем мо менте времени — т. е. на выполняемых задачах, а не долгосрочных целях.

5. Лично участвуйте в достижении цели (а не ждите помощи от других).
6. Измеряйте свой прогресс путем сравнения себя с собой.

Все вышеописанные элементы имеют большое значение и применение в торговле. Например принцип личного участия означает, что у людей есть мало шансов добиться успеха в торговле, полностью полагаясь на чужие системы. Далее, концентрация на сравнении себя с собой означает, что трейдеры должны судить о своем прогрессе, исходя из своих собственных прошлых результатов, а не результатов других трейдеров.

Образ преуспевающего трейдера, нарисованный Фолкнером, резко противоречит общепринятому мнению. Большинство людей, вероятно, думает, что великие трейдеры — это люди, готовые идти на огромный риск, стремящиеся к повышению уровня адреналина в крови. По словам Фолкнера, ничто не может быть дальше от истины. Преуспевающие трейдеры научились избегать риска, а не искать его. Более того, очень немногие из них торгуют ради острых ощущений. Напротив, судя по наблюдениям Фолкнера, одним из признаков успешного трейдера является способность сохранять во время торговли спокойное, отрешенное эмоциональное состояние. Трейдеры могут получать острые ощущения от своей жизни, но не от торговли.

Многие из замечаний Фолкнера имеют отношение не только к торговле. Большинство людей, вероятно, может получить выгоду из советов Фолкнера и НЛП для изучения того, что же означает для них успех. Особенно большое впечатление на меня произвело одно замечание, касающееся его бесед с сотнями пожилых пациентов: «Ни один из этих людей не сказал, что он по-настоящему жалеет о чем-нибудь, что сделал в прошлом. Жалели они лишь о том, чего не сделали».

РОБЕРТ КРАУЦ

РОЛЬ ПОДСОЗНАНИЯ

Впервые я узнал о Роберте Крауце *(Robert Krausz)* благодаря письму, опубликованному в Club 3000 — периодическом издании, состоящем главным образом из писем, присылаемых подписчиками, которые разделяют общий интерес к торговле. Автор этого письма рассказывал, как ему удалось улучшить его торговлю с помощью прослушивания набора кассет, воздействующих на подсознание, которые он купил у члена Британского наблюдательного совета гипнотизеров Роберта Крауца. Меня это заинтриговало.

История жизни Роберта Крауца носит какой-то диккенсовский характер. Раннее детство — во время Второй мировой войны — он провел в гетто в Венгрии. В возрасте восьми лет они с другом сбежали из конвоя, направлявшегося в лагерь смерти, бросившись в сторону леса в разных направлениях в момент, когда охрану что-то отвлекло. Не зная куда пойти, он пробрался обратно в гетто, где оставался до конца войны. После войны Крауц долго скитался по сиротским приютам, пока, наконец, не попал в один приют в Южной Африке. Там он познакомился с алмазным магнатом, которому понравился. Богатый промышленник начал навещать приют по воскресеньям, чтобы брать Роберта на экскурсии — так начались их отношения, которые переросли в усынов-

ление. И вот сирота, переживший ужасы войны, обрел новую жизнь как сын одного из богатейших людей Южной Африки.

Опыт, пережитый Краусцем во время войны, сделал его активным сторонником Израиля. С возрастом он становился все более и более приверженным делу выживания Израиля. Беспокоясь из-за того, что его могут посчитать лицемером, если он будет убеждать других молодых южно-африканских евреев эмигрировать и поступить в израильские вооруженные силы, сам оставаясь в стороне, он в конце концов последовал своему собственному совету. Несмотря на протесты со стороны отца, которого он любил и уважал, он вступил в израильскую армию и служил там воздушным десантником во время войны с Египтом в 1956 году. Однако Крауца беспокоил социалистический уклон израильской экономики. И он в конечном счете эмигрировал в Великобританию.

В Лондоне художественные наклонности Крауца привели его к карьере модельера. Во времена славы Карнаби-стрит и эпохи Beatles он создал свою собственную линию одежды. Бизнес Крауца постепенно расширялся, включив в себя разработку узоров тканей и одежды для зарубежных производителей и импорт готовой продукции в Соединенное Королевство. По делам бизнеса Крауц на протяжении ряда лет много путешествовал по Дальнему Востоку. Хотя его предприятие процветало, растущее восхищение Крауца биржевой торговлей привело к новому важному повороту его карьеры. В начале 1988 года он оставил свой бизнес и переехал в Соединенные Штаты, чтобы начать новое дело в качестве полностью занятого трейдера.

Крауц отказался поведать о конкретных результатах своей трейдерской деятельности за исключением того, что сказал, что дела у него идут достаточно хорошо, чтобы «зарабатывать на вполне хорошую жизнь». Говоря о торговле как карьере, Крауц оживляется. «Это лучший

бизнес в мире!.— эмоционально восклицает он. — Нет другой такой профессии, где все настолько черно-белое— либо вы правы, либо неправы. (Когда он произносит это, меня поражает его одежда — черные брюки и белая рубашка.) Биржевая торговля нравится мне также потому, что вы полностью зависите от своих собственных талантов и способностей».

Я встретился с Крауцом в его доме в Форт-Лодердейле. Он — открыто дружественный человек. Он настоял на том, чтобы встретить меня в аэропорту, и с энтузиазмом пригласил меня провести ночь в домике для гостей, примыкающем к основному дому.

Разговор с Крауцем сложился из нескольких разных этапов в течение дня. Крауц говорит с выраженным южно-африканским акцентом (который для нетренированного американского уха может сойти за британский акцент), и этот фактор добавляет дополнительный колорит в пересказ им событий прошлого. Мы начали беседовать, сидя в кабинете, выходящем на берег и тропический лес, граничащий с его землей — вид для заднего двора весьма необычный. Прохладный по сезону флоридский зимний день загнал нас в конце концов внутрь, и мы продолжили интервью в кабинете Крауца. Этот кабинет, который Крауц делит со своей женой, известным финансовым астрологом, занимает всю ширину дома, причем окна на одной стороне выходят на океан, а на другой стороне на залив и заповедник; Крауцы делят этот кабинет в зависимости от того, что им нравится видеть из окна.

Можно видеть, что Крауц — серьезный чартист, ибо чертежный стол в его кабинете покрыт графиками размером 90х60 сантиметров, которые Крауц ведет вручную. В отличие от обычных графиков, где для отражения каждого дневного или временного интервала используются вертикальные бары, на графиках Крауца используются ценовые бары разной ширины, отражая методологию под названием «Симметрикс», основан-

ную на предполагаемой симметрии цены и времени и изобретенной Джо Рондиноном, одним из первых учеников У. Д. Ганна.

Интервью прерывалось на продолжительный обеденный перерыв. Если Крауц такой же хороший трейдер, какой он специалист по венгерской кухне, он станет очень богатым человеком.

— Вы упоминали, что считаете профессию трейдера необходимой квалификацией для гипнотерапевта, специализирующегося на оказании помощи трейдерам. Что было первым, торговля или обучение гипнозу?

— Торговля послужила катализатором, который привел меня к гипнозу. Мой первый торговый опыт имел место во время рекордного бычьего рынка золота 1979-80 годов. В то время я думал, что торговал. Конечно, это была не торговля — это была просто детская бессмыслица.

— Как вы впервые занялись торговлей?

— Во время того бычьего рынка 1979 года *Financial Times* каждые два-три дня публиковала очередную статью под заголовком типа «Золото достигает новых максимумов» или что-нибудь в этом роде. Эти повторяющиеся статьи произвели на меня впечатление. У меня еще был друг, работавший на рынке золота и сделавший на торговле очень много денег. Как-то вечером мы пошли поужинать, и он долго рассказывал мне о рынке золота. Он считал себя великим экспертом. Конечно, позднее я понял, что он абсолютно ничего не знал о торговле. Он говорил мне: «Роберт — ты дурак. Ты работаешь каждый день с 7 утра до 7 вечера шесть дней в неделю. Я делаю больше денег, работая всего несколько часов в день. Чье положение лучше?»

Он дал мне имя своего брокера, и я открыл счет. Затем произошла величайшая трагедия: моя первая сделка оказалась невероятно выигрышной. Моя вторая сделка тоже принесла прибыль, моя третья сделка оказалась

безубыточной, моя четвертая сделка снова выиграла. В пятой сделке я отдал всю прибыль. Затем на шестой сделке я потерял больше денег, чем сделал на всех своих предыдущих выигрышных сделках вместе взятых. Рынок развернулся, и я потерял значительную сумму денег — гораздо больше, чем положил на счет при его открытии.

— Иными словами, вы пополняли маржу, пока не сли убытки.

— Совершенно верно. Я вкладывал в счет все боль ше и больше денег. И я все время думал: «Рынок должен развернуться, рынок должен развернуться». Конечно, он так и не развернулся.

— Когда вы, наконец, покинули корабль?

— Я установил себе конкретную точку выхода. Я вла дел 50% акций предприятия по производству тканей и хотел быть абсолютно уверенным в том, что мои убыт ки не подвергнут это предприятие опасности. Когда я достиг точки максимального убытка, я вышел с рынка. Опыт этот оказался для меня существенным финансо вым убытком. Но, что более важно, он причинил ужас ную боль моему самолюбию. Я был вполне преуспеваю щим предпринимателем, до того момента не имевшим неудач ни с одним предприятием. Я поверить не мог, насколько глупым оказался.

— Торгуя, вы принимали свои собственные реше ния, или советы давал вам брокер?

— О, мой брокер был очень «полезным», давая мне советы по сделкам. Позднее я понял, что он знал еще меньше, чем я. Но я всегда брал на себя ответственность за свои действия, и этот опыт не был исключением.

— Что случилось с вашим другом, который соблаз нил вас торговать на рынке золота?

— Он не терял надежды до последнего. В конце кон цов он полностью разорился.

— Продолжали ли вы переживать из-за своей ошиб ки после того, как вышли с рынка?

— Давным-давно я понял, что, пожалуй, самое пло хое, что может сделать себе человек, это лить слезы по прошлым ошибкам. Если вы постоянно повторяете себе «я не должен был этого делать», это все равно что гонять вагонетку по одним и тем же рельсам. В конечном счете это негативное сообщение настолько впечатается в вашу психику, что станет очень трудно изменить характер ва шего поведения.

В тот момент я решил, что либо разберусь в том, как работает рынок, либо утрусь, улыбнусь, уйду и никогда в жизни больше не буду торговать ни единым контрактом. Поскольку я не такой человек, чтобы пасовать перед вызовом, я выбрал первый образ действий.

В то время мое предприятие требовало, чтобы я много путешествовал по удаленным районам Дальнего Востока. Поскольку в тех местах развлечений было немного, у меня оказалось много свободного времени. Я использовал это время, чтобы много читать о рынках. Я также начал ежедневно следить за рынком золота. Я дошел даже до того, что попросил своего партнера ежедневно телеграфировать мне цены открытия, максимумов, минимумов и закрытия на рынке золота. Библиотека моя все росла и росла по мере того, как я поглощал все новые книги по техническому анализу. Одной из прочитанных мною книг была книга, соблазнительно озаглавленная «Как делать деньги на фьючерсных рынках — много денег!», написанная Чарльзом Драммондом (How *To Make Money in the Commodity Markets — and Lots of It!* by Charles Drummond). Я нашел, что Драммонд использовал подход не такой, как у других. Книга описывала уникальную методологию под названием «графический анализ «точки и линии». Он показался

мне разумным, и я купил вторую книгу Драммонда, более глубоко описывавшую этот предмет.

Затем, используя эту методологию «точки и линии», я начал торговать снова. Однако я нашел, что колеблюсь при открытии сделок. Появился страх убытка. К этому времени я начал общаться с Драммондом, задавая ему вопросы по его технике. Он всегда любезно отвечал на мои вопросы. В одном из телексов Драммонду я упомянул о дилемме, вызывавшей неспособность открывать сделки. Драммонд телеграфировал в ответ: «Вы переживаете состояние, известное как «оцепенение», которое является чисто психологической проблемой».

Примерно в это время мне удалось встретиться с одним знакомым, управлявшим крупной публичной компанией. Он казался очень подавленным, и я спросил, что у него за беда. Он рассказал мне, что разводится с женой, а дела на предприятии у него идут очень плохо. Через три недели я столкнулся в местном ресторанчике с тем же человеком. Он разговаривал, смеялся и был чрезвычайно живым и здоровым. Меня очень заинтересовала эта неожиданная перемена. На следующий день за ланчем он рассказал мне, как сходил на прием к гипнотерапевту, и жизнь его после этого снова вернулась в нормальное русло. Я взял телефон этого гипнотерапевта и сходил к нему с конкретным намерением получить помощь по своей трейдинговой проблеме.

На первый прием я принес книгу Драммонда. Он пролистал ее и воскликнул: «Бог мой, она написана по-японски!» Это в его представлении было шуткой. Конечно, он совершенно не понимал, что такое биржевая торговля.

— Оказалось ли его незнание торговли препятствием, или же гипноз все равно помог?

— Да, гипноз помог. Моя торговля быстро перешла в состояние безубыточности, что для меня было весь-

ма серьезным достижением. Я по-прежнему испытывал некоторое легкое колебание при открытии сделок, но «оцепенение» прошло. Гипнотерапия произвела на меня такое впечатление, что я стал искать информацию о том, как пройти обучение и самому стать гипнотерапевтом. Я нашел, что существовала группа под названием «Британский наблюдательный совет гипнотизеров» *(British Hypnotist Examiners Council, BHEC),* которая предлагала курсы, на которых преподавались технические приемы гипноза. И я записался на курс для начинающих.

— **Как долго продолжался этот курс?**

— Его преподавали в течение двух уик-эндов.

— **И это все, что требуется, чтобы стать квалифици рованным гипнотизером?**

— Нет, конечно нет. На этом курсе вас учат толь ко самым базовым техническим приемам, которые, по существу, очень просты. В течение следующего года я тратил примерно день в неделю, наблюдая, как работа ет один из инструкторов, Джон Кросс. Через некоторое время Джон позволил мне работать с некоторыми из его клиентов под наблюдением. Затем я прошел продвину тый курс BHEC. А в конце всего этого я сдал квалифика ционный экзамен BHEC.

— **Расскажите мне о своем первом клиенте.**

— Это был студент, обратившийся ко мне, чтобы я помог повысить его оценки. Я очень нервничал, но, к счастью, он оказался легко подверженным гипнозу.

— **Какой процент населения легко подвергается гипнозу?**

— Примерно 85%. В отличие от распространенного мнения, легче всего гипнотизировать умных и творчес ких людей.

— Вы хотите сказать, что на целых 85% населения можно влиять под гипнозом, заставляя людей менять свои убеждения и поведение?

— Да, при условии, что вы не будете просить их де лать ничего такого, чего они не стали бы делать в нор мальном состоянии бодрствования.

— Почему же тогда во время сеансов гипноза, про водимых на сцене, люди ведут себя так по-дурацки?

— Дело в том, что те, кто вызываются добровольно выйти на сцену, относятся к такому типу людей, кото рым нравится выступать перед публикой. Как правило, это люди, которые любят покрасоваться — т. е. несо стоявшиеся участники шоу-бизнеса, упустившие свой шанс. Гипноз лишь раскрывает эти естественные на клонности, минуя поведенческие ограничения, устанав ливаемые сознанием. Человека, застенчивого от приро ды, практически невозможно заставить делать глупости на сцене.

— Как вы можете увидеть, действительно ли чело век загипнотизирован или только следует инструкци ям, чтобы угодить гипнотизеру?

— Есть ряд стандартных технических приемов. Один метод, например, заключается в том, чтобы говорить субъекту, что его или ее рука — твердая как сталь, а за тем велеть человеку вытянуть руку горизонтально. Если человек загипнотизирован по-настоящему, вы не смо жете опустить его руку вниз, какую бы силу ни прила гали — даже если субъект является физически слабым человеком.

— Было ли что-нибудь запоминающееся, связанное с вашим первым клиентом-трейдером?

— Хотелось бы сказать, что процедура оказалась неве роятно успешной, но правда такова, что человек этот не испытал никакого мгновенного преобразования. Потре-

бовалось много лет, прежде чем я понял, почему гипноз сильно влияет на одних трейдеров и не влияет на других.

— В чем **же** причина?

— Некоторые трейдеры имеют хорошую методоло гию, которую они должным образом проверили на про шлых данных, и их сознание удовлетворено ею. Этим трейдерам обычно можно помочь через гипноз. Единс твенное, что может сделать гипноз, это информировать подсознание, что человек имеет хорошую методологию, которую уже приняло его сознание.

— **То есть сначала нужно этого достичь.**

— Безусловно. Если начинающий трейдер пытается с помощью гипноза стать трейдером-экспертом, это все равно как если начинающий шахматист будет стремить ся стать с помощью гипноза гроссмейстером. Таким образом, для того, чтобы гипноз мог помочь, требуется определенный уровень профессионализма.

— **Помимо помощи в вашем преобразовании из проигрывающего трейдера в выигрывающего, как еще повлияло на вас воздействие гипноза?**

— Не будет преувеличением сказать, что гипноз из менил мое восприятие реальности.

— **Каким образом?**

— Я открыл, что есть иной мир, о котором я совер шенно не подозревал: подсознание. Я понял, что подсо знание обладает силой преодолевать сознание. Сегодня, конечно, я уже такими категориями не думаю. Теперь я понимаю, что подсознательная и сознательная стороны ума должны находиться в гармонии. Чем ближе созна ние соотносится с подсознанием, тем легче ему выигры вать. Для того, чтобы продолжать выигрывать, однако, ваше подсознание должно верить только в одно: что вы заслуживаете выигрыша.

— Является ли отсутствие этого убеждения причи ной, по которой люди проигрывают на рынках?

— **ДА!** ДА! ДА!

— Почему вы так в этом уверены?

— Потому что я наблюдал этот процесс раз за разом, раз за разом.

— Не могли бы вы мне привести какой-нибудь ано нимный пример?

— Несколько лет назад я работал с человеком, кото рый очень успешно торговал более тридцати лет. Вдруг он начал ежемесячно терять по шестизначной сумме. Он терял такие суммы примерно пять месяцев подряд и за тем обратился ко мне за помощью. Оказалось, что нача ло этой полосы проигрышей совпало с уходом от него жены, которая была гораздо моложе него. Как только я помог ему понять, что крах его брака не был его виной, и что привязанность его жены ограничивалась лишь его чековой книжкой, его торговля начала существен но изменяться. В течение трех дней он вышел на уро вень безубыточности, а еще через три дня начал делать деньги. Как только он начал выигрывать снова, я спро сил его под гипнозом: «Изменили ли вы свой метод?» «Нет», — ответил он. «Чувствуете ли вы себя более уве ренным?»— спросил я. «Да», — ответил он. «Что же так изменилось?» — поинтересовался я. Он ответил: «Ро берт, я снова чувствую, что заслуживаю выигрышей».

— А почему он почувствовал, что не заслуживает выигрышей?

— Именно это и было моим следующим вопросом. Очевидно, он считал, что крах его брака произошел из-за его неспособности выполнять свои супружеские обя занности в постели на таком же уровне, как он делал это в молодости. Из-за того, что на подсознательном уровне он чувствовал, что не смог удовлетворить свою жену, он

наказывал себя, проигрывая на рынках. Он считал, что из-за этой своей неполноценности больше не заслуживал выигрышей.

—Означает ли это, что люди всегда проигрывают из-за того, что считают, что не заслуживают выигрыша?

— Нет. Некоторые люди проигрывают потому, что считают, что не заслуживают выигрыша, но гораздо больше людей проигрывают потому, что никогда не вы полняют самой общей работы, необходимой для того, чтобы стать выигрывающим трейдером.

— **Что это за работа?**

— 1. Разработка компетентной аналитической мето дологии.

2. Построение на основе этой методологии разумного торгового плана.

3. Формулирование правил для этого плана, включая технику управления капиталом.

4. Проверка этого плана на исторических данных за достаточно длительный период.

5. Осуществление самоконтроля так, чтобы вы могли выполнять этот план. Самый лучший план в мире не будет работать, если вы ему не следуете.

— **Как обычно вы работаете с человеком, обратив шимся к вам за помощью с целью улучшения своей торговли?**

— Начинаю я с того, что задаю порядка тридцати вопросов, имеющих одну общую цель: узнать, есть ли у этого человека своя методология.

— **Что вы делаете, если понимаете, что у человека нет эффективной методологии?**

— Я говорю ему: «Ступайте домой, найдите свою методологию и затем снова приходите ко мне, если вам это потребуется». Гипноз — это не костыль. Если вы не

имеете методологии и торгового плана, никакой гипноз в мире вам не поможет.

— Часто такое бывает?

— Такое случается, но, как правило, человек, обра щающийся ко мне за помощью, серьезно относится к торговле и уже имеет торговый план. Проблема, однако, заключается в том, что в прошлом этот человек, возмож но, перенес так много убытков и столько боли, исполь зуя другую методологию, что его новый торговый план не может пройти через фильтр подсознания как некая новая реальность. Иными словами, должна быть изме нена система убеждений.

— Вы хотите сказать, что торговле препятствует подсознание?

— Совершенно верно. Каждый раз, когда вы ис пользуете проигрышный торговый план, память о нем вписывается в ваше подсознание. Чем больше убытков, тем глубже эти впечатления, и тем глубже боль. Пред положим, вы начали торговать, используя методологию А, и понесли много убытков. Затем вы на один-два года прекратили торговать. После длительных исследований и тщательного тестирования вы разрабатываете методо логию В, которая, по убеждению вашего сознания, явля ется хорошей. Однако убытки в результате предыдущей методологии А настолько впечатались в ваше подсозна ние, что каждый раз, когда вы хотите открыть сделку, в кровь впрыскивается адреналин, и появляется страх сделки. Некоторые трейдеры буквально парализуются этим страхом в то самое время, когда им нужно действо вать. Это то самое «оцепенение», с которым столкнулся я, когда вернулся к торговле через несколько лет после моего первого болезненного опыта.

Если вы имеете по-настоящему хорошо проверенную на исторических данных методологию и применяете эф- фективный торговый план, ваше сознание уже знает о

том, что этот план хороший. Именно ваше подсознание препятствует вам предпринимать правильные действия на рынке. Проблема эта будет оставаться до тех пор, пока вы самым прямым образом не убедите подсознание в том, что новая методология хороша и что о старой методологии нужно забыть.

— Как производится такая трансформация?

— Мы должны стереть более ранние картины неиз бежного финансового краха и нарисовать новые красоч ные картины, показывающие счастливого, уверенного и преуспевающего трейдера. Через технику глубокого рас слабления, достигаемого благодаря гипнозу, мы можем обойти критические проблемы сознания и установить прямую связь с подсознанием. Глубокое расслабление, или гипноз — это состояние ума, а не сон. Поскольку подсознание не выносит суждений, оно примет новую информацию как факт. Когда вы проинформируете подсознание о том, что старые страхи более не сущест вуют и что теперь трейдер имеет хорошо проверенный и надежный план, подсознание начнет принимать эту но вую реальйость. Человек не может по-настоящему вы игрывать до тех пор, пока подсознание не будет целиком настроено на то, чего хочет достичь сознание.

— Бывает ли когда-нибудь так, что люди приходят к вам и говорят, что хотят быть трейдерами, ио когда вы погружаете их в гипнотический транс, оказывается, что на самом деле они трейдерами быть не хотят?

— Конечно. Такая ситуация возникает с пугающей регулярностью. Некоторые люди пытаются наказывать себя рынками. Конечно, все это происходит на подсо знательном уровне. Есть люди, которые чувствуют, что должны расплатиться за какое-то реальное или вообра жаемое зло, которое они причинили другому человеку. Для некоторых людей выходом является самоубийство, для других людей — плохое выполнение своей работы, а

для третьих людей — потеря денег на рынках, даже если они могут добиваться лучшего.

И, конечно же, есть люди, которым вообще не следует торговать. Погружая их в гипноз, вы находите, что эти люди испытывают большой дискомфорт в торговле, это не их призвание. Когда я нахожу людей, подпадающих под эту категорию, я вывожу их из транса и рассказываю о том, что раскрылось под гипнозом. Я говорю им: «Вот ваши деньги — я вам помочь не могу. Окажите себе и своей семье большую услугу и забудьте о биржевой торговле».

— Существует ли какая-то типичная реакция со стороны такого человека на вашу рекомендацию бросить торговлю?

— Совершенно ужасная. Мне даже угрожали физической расправой. «Я тебе голову оторву», — прокричал один человек после того, как я дал ему этот совет.

— Можете ли вы описать какую-то конкретную ситуацию, в которой вы посоветовали клиенту бросить торговлю?

— Один человек ненавидел свою жену, но у него не хватало мужества на то, чтобы развестись с ней. Парадоксально, но послала его ко мне именно его жена. Он был преуспевающим в своей области профессионалом, торговавшим на бирже. Однако в течение двух последних лет он стабильно терял деньги. В состоянии гипноза выяснилось, что единственный способ, который он видел, разрешения его дилеммы, заключался в том, чтобы стать бедным как церковная мышь, с тем чтобы жена от него ушла. Стратегия его состояла в том, чтобы финансовые убытки его выглядели вполне объяснимыми. Он не мог заставить себя плохо работать в сфере своей профессиональной деятельности потому, что там он был очень хорош. Поэтому каждый месяц, когда он зарабатывал энную сумму долларов профессиональным обра-

зом, он терял на фьючерсных рынках столько же плюс кое-что еще.

— Он признался в этом под гипнозом или это был ваш аналитический вывод?

— Под гипнозом я спросил его прямо: «Вы мстите своей жене? Вы считаете, что если вы потеряете на рынках достаточно денег, она от вас уйдет?» Он воскликнул: «В этом весь замысел!»

— То есть, это говорило его подсознание?

— Безусловно. В сознательном состоянии этот человек никогда не признался бы в таком мотиве.

— Думал ли этот человек, что хочет торговать?

— Он не только хотел торговать, но и считал, что должен торговать. Он эмоционально сказал мне: «Я обожаю торговать на рынках. Я предпочитаю торговлю своей профессии».

— Не припомните ли вы еще какие-нибудь необычные случаи?

— Была одна довольно смешная ситуация, которая произошла, когда я еще был в Лондоне. Однажды приходит ко мне человек и говорит: «Мистер Крауц! Я слышал о вас много хорошего. Не знаю, можете ли вы мне помочь, но не работаете ли вы с женами трейдеров?» «Ваша жена будет первой, — признался я, — но думаю, что это можно сделать. А в чем, собственно, проблема?» Он сказал: «Каждый день брокер посылает мне выписки, но я никогда их не получаю. Их крадет жена». «Что вы имеете в виду под словом «крадет»? — спросил я. «Она прячет их от меня, — ответил он. — Она подкарауливает почтальона и перехватывает мои выписки, прежде чем я могу их получить. Сначала я не понимал, что происходит. Я звонил брокеру и спрашивал, почему не получаю выписки. Он, однако, настаивал, что ежедневные выпис-

ки отправляются мне регулярно. Теперь я убежден, что это жена их таскает». Я сказал: «Это смешно. Вам не приходило в голову для начала пойти и поговорить с почтальоном?» «Я не могу! — воскликнул он. — Почтальон приходит посреди торгового дня, в это время я не могу оторваться от котировочного экрана. Мы должны выяснить, почему она прячет мои выписки». «А почему бы вам просто ее не спросить?» — предложил я. «Она все отрицает, — ответил он. — Попробуйте сами поговорить с ней по телефону. Вы увидите, что она все отрицает».

Я позвонил его жене и сказал: «У меня в кабинете сидит ваш муж. Не могли бы вы рассказать, что это за проблема с пропавшими выписками?» Она ответила: «Мистер Крауц! Клянусь, что никогда и не прикасалась к его почте!» Тогда я спросил ее: «Что, по вашему мнению, происходит с его выписками?» «Он сам их прячет, — ответила она. — Он никогда их не распечатывает».

Я подумал про себя: «Очень интересно!» Я поблагодарил ее, повесил трубку и сказал мужу: «Почему бы нам для начала не провести короткий сеанс гипнотерапии? Бесплатно. Может быть, я могу помочь вам понять, как справиться с этой вашей проблемой». «Хорошая идея», — с энтузиазмом ответил он.

Есть разные уровни гипноза. Примерно через полчаса я довел его до уровня, который был мне нужен. Я спросил его: «Что происходит с выписками из вашей брокерской конторы?» «Я прячу их, конечно», — ответил он. «Вы открываете их?» — спросил я. «Не-е-т, — сказал он, медленно растягивая это слово, — я не хочу видеть свои ошибки». «А откуда вы знаете, что теряете деньги?» — спросил я. «Брокер звонит мне и говорит, что я должен внести еще несколько тысяч фунтов в качестве маржи». «И вы посылаете деньги?» — поинтересовался я. «Да, конечно, — ответил он. — Я должен это делать, иначе должен буду прекратить торговать — не правда ли? Брокер ведь просто закроет мой счет». Я спросил: «А вы хотите, чтобы он закрыл ваш счет?» «Нет, нет, я люблю торго-

вать», — прогремел он. «Ну, вы же знаете, что теряете деньги?» — спросил я. «Конечно, я же не дурак», — ответил он авторитетно. «Где вы прячете свои выписки?» — поинтересовался я. «О, этого я сказать не могу, — прошептал он. — Вы ведь передадите моей жене». «Обещаю, что не скажу ей, — заверил я его. — Но скажите мне, что произойдет, если она узнает?» «Она очень расстроится, — сказал он. — Она выбросит меня вон из дома». «Зачем ей это делать?» — спросил я. «Потому что я теряю деньги, которые должен давать ей на покупку новых платьев».

Я подумал про себя: «Лучшее, что я могу сделать для этого парня, это удержать его от торговли». Я вывел его из гипноза и назначил ему встречу на следующей неделе. Прежде чем уйти, он повернулся ко мне и спросил: «Как вы думаете, вы сможете заставить жену рассказать, где она прячет выписки?» Я сказал: «Мы поговорим об этом в следующий раз». «Может быть, мне стоит привести ее с собой?» — предложил он. «Знаете что, — сказал я, — это хорошая идея».

На следующей неделе оба они пришли в назначенное время. Я спросил его: «Вы собираетесь решить эту проблему?» Он ответил: «Конечно, мы собираемся решить эту проблему — при условии, что вы сможете заставить ее прекратить воровать мою почту».

Я погрузил его в гипноз и рассказал его жене, что произошло.

Она невозмутимо ответила: «О, я знаю, что он прячет выписки. Я даже знаю, где он их прячет, но просто не могу ему сказать, потому что это его сокрушит».

Она была, очевидно, женщиной очень умной. В состоянии гипноза я сказал ему: «Ваша жена согласилась вернуть вам все ваши выписки. Более того, она пообещала, что никогда снова не подойдет к почтальону при условии, что вы возьмете на себя ответственность за свои действия и перестанете валять дурака». «Вы уверены?» — спросил он. «Я уверен, — ответил я. — Соб-

ственно говоря, я сейчас выведу вас из гипноза, и ваша жена даст вам письменное обязательство».

Он энергично поблагодарил меня, и я вывел его из гипноза. Через три дня позвонила жена и сказала, что он закрыл свой счет.

— В чем заключалась его мотивация для торговли?

— Просто возбуждение. Жизнь у него была очень скучная. Он работал на государственной службе, и ему просто хотелось немножко острых ощущений. На рабо те он должен был проводить минимальное количество часов, предоставляя какие-то консультации, поэтому он и мог торговать в течение дня.

— Что побудило его прекратить торговать?

— Когда перед ним оказался лист бумаги, на котором жена пообещала вернуть ему все выписки, он понял, что она знает, где он их прятал, потому что только так она могла отдать ему почту, которую якобы перехватывала. В этот момент он осознал, что происходит.

Его жена рассказала мне, что на следующий день он извлек спрятанные выписки, бросил их на обеденный стол и сказал: «Ага! Я вижу, что ты, наконец, решила вернуть мне всю почту». Она сказала: «Да, дорогой, вот она, возьми ее». На следующий день он позвонил брокеру и закрыл счет.

— Что было самым удивительным из того, что вы узнали о человеческом поведении или человеческой природе после того, как начали заниматься гипнозом?

— Как легко мы обманываем себя. Я узнал, что вос приятие реальности людьми и истинная реальность — совсем не одно и то же. На самом деле имеет значение система убеждений человека, а не реальность. Чем боль ше я работал с гипнозом, тем больше я понимал, как часто наши жизни портятся и калечатся неправильными убеждениями, уходящими корнями в детство. Эти убеж-

дения нередко заставляют людей жить с искаженным восприятием реальности.

— Не могли бы вы привести мне пример?

— Пятилетний мальчик наблюдает, как его отец чинит в гараже семейный автомобиль. Желая помочь, он поднимает один из инструментов. Отец, боясь, что ребенок может пораниться, кричит на него и отбирает инструмент. Такое повторяется лишь пару раз, и вот подсознание навсегда запомнило этот стереотип.

Перенесемся вперед, когда мальчику уже двенадцать лет. Теперь отец думает, что сын готов учиться использовать инструменты, и просит его помочь с починкой автомобиля. Но, не понимая почему, едва поднимая инструмент, мальчик чувствует себя очень неловко. Каждый раз, когда он пытается что-то делать, у него ничего не получается. В конце концов отец говорит ему бросить это дело, изрекая, что он просто не создан для работы с инструментами. Теперь мальчик на всю жизнь убежден, что с инструментами работать не может.

Что же произошло в этом примере? В первом случае в пятилетнем возрасте в подсознании запомнилось следующее: «Если я дотронусь до инструментов, отец на меня накричит, значит, это плохо». Затем, когда мальчику двенадцать, и отец просит его помочь, подсознание усиливается на сознательном уровне убеждением, что он очень неловок. И если не найти способа стереть эти ложные предпосылки, они останутся с мальчиком до конца его жизни.

— Не могли бы вы привести мне торговую аналогию?

— Одну мы уже описали раньше. Основываясь на прошлом опыте, человек мог считать, что он плохой трейдер, на подсознательном уровне даже после того, как разработал эффективную торговую методологию. Результатом может быть страх, основанный на убеждении, которое уже больше недействительно.

— Почему большинство трейдеров теряет деньги?

— Недавно я провел двухдневный семинар с группой из тридцати трейдеров-любителей. В ходе этого семина ра я предложил им анкету. Главный вопрос к участни кам заключался в том, чтобы пронумеровать по степени важности следующий список факторов, которые, по их мнению, были их самыми слабыми местами при работе на рынках:

1. Исполнение (инициация сделки).
2. Анализ.
3. Отсутствие знаний.
4. Отсутствие уверенности.
5. Отсутствие торгового плана.
6. Личные проблемы.
7. Страх перед убытком.
8. Недостаточно уделяемого времени.

(Примечание для читателя: вам стоит попробовать ответить на этот вопрос самому, прежде чем продолжать чтение.)

Удивительное дело, но 90% членов группы выбрали в качестве главных четыре одинаковых пункта, хотя порядок расположения у них был разный:

1. Отсутствие уверенности.
2. Отсутствие торгового плана.
3. Исполнение.
4. Страх перед убытком.

Какой единственный элемент является причиной трех остальных? Что вызывает отсутствие уверенности? Что вызывает страх перед убытком? Что вызывает плохое исполнение? ОТСУТСТВИЕ ТОРГОВОГО ПЛАНА! Это и есть основная причина, которая отделяет проигрывающих трейдеров от выигрывающих. Отсутствие

уверенности исчезает благодаря использованию надежного торгового плана.

— Каковы ключевые характеристики выигрывающего трейдера?

— Настойчивость, терпение и готовность идти на риск.

— Как изменил вашу жизнь гипноз?

— Благодаря творческой визуализации я узнал, что могу ставить перед собой цели и достигать их — при условии конечно, что цели эти реалистичны. Кстати, трейдерам, не ставящим перед собой каких-либо целей, гораздо труднее достигать высокой прибыли, чем трейдерам, которые такие цели ставят.

— Что вы подразумеваете под «творческой визуализацией»?

— Если использовать в качестве примера торговлю, в состоянии глубокого расслабления вы видите себя применяющим свою методологию, а затем вы видите, как эта методология приводит к успеху. Проигрывая эти умственные образы, вы можете изменить отрицательные убеждения на подсознательном уровне и по ходу дела увеличить свои шансы на успех. Эта же самая методология применяется многими лучшими спортсменами.

— Как гипнотизер вы, конечно, подвергаетесь воздействию гаммы человеческих эмоций. Полагаю, что люди, которые хотят преуспеть в роли трейдеров, стремятся к этому, потому что думают, что это сделает их счастливыми. Давайте разберемся с более фундаментальным вопросом: что, по вашему опыту, вы считаете необходимым элементом для достижения счастья?

— Я думаю, что единственным важным фактором является приобретение контроля над своей собственной жизнью. Все остальное вторично.

По словам Крауца, главные факторы, которые трейдеры приводят как причины своих убытков — отсутствие уверенности, страх перед убытками и плохое исполнение сделок, — являются следствием отсутствия торгового плана. Очевидно, если исходить из этой предпосылки, то совершенно необходимым первым шагом для трейдера является разработка торгового плана. После того, как такой план готов, трейдер должен соответствующим образом проверить свой метод на прошлых данных, чтобы приобрести необходимую уверенность в правильности этого подхода.

До сего момента совет этот разумен, но вряд ли его можно назвать необычным. Крауц предлагает более необычный взгляд в своей интерпретации роли подсознания как препятствия торговому успеху. Крауц объясняет, что подсознательные убеждения диктуют поведение личности. Он утверждает, что если подсознание считает, основываясь на более раннем опыте, что человек является проигрывающим трейдером, оно будет продолжать придерживаться этой точки зрения даже после того, как трейдер разработает эффективную методологию. Эти убеждения, продиктованные прошлым опытом, могут заставлять человека испытывать страх, который на самом деле уже может быть неуместным. Этот страх может приводить к тому, что наставник Крауца Чарльз Драммонд называл «оцепенением». Таким образом, Крауц считает, что после разработки эффективного торгового плана критически важно убедить подсознание в новой реальности. Чем больше гармонии между сознанием и подсознанием, тем выше шансы на успех. Технические приемы для достижения такой гармонии включают гипноз, или глубокое расслабление, и визуализацию.

Невысказанным девизом Крауца могут быть следующие слова: «Мы становимся тем, во что мы верим». Если вы примете эту предпосылку, то станет совершенно ясно, почему психология играет такую важную роль в успехе или неуспехе торговли.

ЧАСТЬ 8

Завершающий звонок

'Треперь, должно быть, ясно, что методы, применяемые JL выдающимися трейдерами, являются исключительно разными. Некоторые трейдеры — чистые фундаменталисты, другие применяют только технический анализ, а третьи сочетают обе методологии. Некоторые трейдеры думают, что два дня — это длительный срок, а другие считают два месяца коротким сроком. Однако, несмотря на широкую гамму стилей, я нашел, что некоторые принципы справедливы для широкого круга трейдеров. После ряда лет анализа и торговли на рынках и написания двух книг, состоящих из интервью с великими трейдерами, я составил следующий список из 42 факторов, влияющих на успех в торговле.

7. СНАЧАЛА — ГЛАВНОЕ

Прежде всего убедитесь, что вы действительно хотите торговать. Как подтверждают, основываясь на своем опыте работы с трейдерами, и Крауц, и Фолкнер, нередко бывает так, что люди, думающие, что хотят торговать, на самом деле этого не хотят.

2. РАССМОТРИТЕ СВОИ МОТИВЫ

Задумайтесь, почему вы хотите торговать на самом деле. Если вы хотите торговать ради острых ощущений, может быть, вам лучше покататься на американских горках или заняться дельтапланеризмом. В своем собственном

случае *я* нашел, что базовым мотивом для торговли является душевное, или умственное, спокойствие — а это эмоциональное состояние, которое вряд ли можно назвать типичным для торговли. Другим личным мотивом для торговли было то, что я люблю решать головоломки — а рынки представляют собой бесконечные головоломки. Однако, хотя я наслаждаюсь умственными аспектами рыночного анализа, я не очень люблю сам процесс принятия торговых решений. Контраст между моими мотивами и самой деятельностью привел к весьма очевидным конфликтам. Вам нужно очень внимательно рассмотреть свои собственные мотивы на наличие подобных конфликтов. Рынок — строгий хозяин. Для того, чтобы выиграть, вы должны почти все делать правильно. Если разные части вашего «я» тянут вас в разные стороны, игра оказывается проиграна до того, как вы ее начали.

Как я разрешил свой собственный конфликт? Я решил концентрироваться исключительно на механической системной торговле для того, чтобы устранить эмоциональный компонент торговли. Не менее важно и то, что, концентрируясь на разработке механических систем, я направил свою энергию на ту часть торговли, которая мне больше нравится — на аспекты решения головоломок. Хотя я и раньше в течение ряда лет уделял механическим системам немало времени, в конечном счете я пришел к пониманию того, что хочу двигаться исключительно в этом направлении. (Это не является агитацией в пользу механических систем и предпочтения их дискреционной торговле. Я лишь привожу личный пример. Соответствующий ответ со стороны другого трейдера может оказаться совершенно иным.)

3. ТОРГОВЫЙ МЕТОД ДОЛЖЕН ПОДХОДИТЬ ВАШЕЙ ИНДИВИДУАЛЬНОСТИ

Критически важно выбрать метод, который совместим с вашей собственной индивидуальностью и уровнем ком-

форта. Если вы не способны спокойно расставаться со значительной частью прибылей, тогда подход, основанный на долгосрочном следовании за трендом — даже очень хороший — будет для вас катастрофой, потому что вы никогда не сможете его соблюдать. Если вы не хотите (или не можете) весь день пялиться в компьютерный экран с котировками, то не пытайтесь освоить метод дэйтрейдинга. Если вы не выносите эмоционального напряжения от принятия торговых решений, попытайтесь разработать механическую систему для торговли на рынках. Подход, который вы используете, должен подходить прежде всего вам, с ним вам должно быть удобно. Важность этого нельзя переоценить. Вспомните заявление Рэнди Маккея: «Практически каждый известный мне успешный трейдер в конечном счете пришел к торговому стилю, который подходит его индивидуальности».

Кстати, несовместимость торгового стиля и индивидуальности является одной из ключевых причин, по которым покупные торговые системы редко приносят прибыль тем, кто их приобретает, даже если системы хорошие. Хотя шансы купить хорошую выигрышную систему и так очень малы, и уж, конечно, меньше 50% — шансы заполучить систему, которая подходит вашей индивидуальности, еще меньше. Подумайте сами, каковы шансы купить прибыльную систему с малым риском и использовать ее эффективно.

4. АБСОЛЮТНО НЕОБХОДИМО ИМЕТЬ ПРЕИМУЩЕСТВО

Вы не можете выиграть без преимущества, даже имея величайшие в мире дисциплину и навыки управления капиталом. Если бы такое было возможно, вы вполне могли бы выигрывать в рулетку (в длительной перспективе), используя идеальную дисциплину и контроль над риском. Конечно, из-за законов вероятности задача эта невыполнима. Если у вас нет преимущества, никакие управление капиталом и дисциплина не смогут гаранти-

ровать, что вы в конечном счете не разоритесь. Разумеется, если вы не знаете, в чем состоит ваше преимущество, значит, вы такового не имеете.

5. *РАЗРАБОТАЙТЕ МЕТОД*

Для того чтобы получить преимущество, вы должны иметь метод. Вид метода не имеет значения. Некоторые супертрейдеры — чистые фундаменталисты, некоторые — чистые технические аналитики, а некоторые являют собой гибрид того и другого. Даже внутри каждой группы существуют огромные различия. Например, внутри группы технических аналитиков есть чтецы ленты (или их современный эквивалент — наблюдатели за экранами), чартисты, системные трейдеры, приверженцы волнового анализа Эллиотта, методов Ганна и т. д. Вид метода неважен, критически важно иметь хоть какой-то метод — и, конечно, метод должен иметь преимущество.

6. *РАЗРАБОТКА МЕТОДА — НЕЛЕГКАЯ ЗАДАЧА*

К торговому успеху редко ведут короткие пути. Разработка своего собственного подхода требует исследований, наблюдений и размышлений. Рассчитывайте на то, что процесс этот займет много времени и потребует напряженного труда. Вам придется не раз потерпеть неудачу, прежде чем вы найдете успешный торговый подход, пригодный для вас. Помните, что вы играете против десятков тысяч профессионалов. Чем же вы лучше них? Если бы все было так легко, было бы гораздо больше трейдеров-миллионеров.

7. *ТАЛАНТ И НАПРЯЖЕННЫЙ ТРУД*

Зависит ли торговый успех от врожденных навыков, или достаточно будет напряженного труда? Я не сомневаюсь, что многие супертрейдеры имеют особый талант для торговли. Удачной аналогией здесь является марафонский бег. Практически каждый может пробежать

марафонскую дистанцию при условии, что будет иметь достаточно стремления к этому и напряженно работать. Однако, вне зависимости от потраченных усилий и стремления, лишь небольшая доля населения сможет когда-либо пробежать марафон за 2 часа 12 минут. Аналогичным образом любой может научиться играть на музыкальном инструменте, но, опять же, вне зависимости от количества работы и решимости, лишь горстка людей обладает прирожденным талантом для того, чтобы стать солистами концертного уровня. Общее правило заключается в том, что для того, чтобы реализовать потенциал исключительных результатов, требуются и природный талант, и напряженный труд. Если врожденных навыков нет, напряженный труд может дать мастерство, но не совершенство.

По-моему, те же самые принципы применимы и к торговле. Практически каждый может стать прибыльным трейдером. Но лишь немногие имеют врожденный талант для того, чтобы стать супертрейдерами. По этой причине торговому успеху можно научить, но лишь до определенного предела. Поэтому будьте реалистичны, устанавливая свои цели.

8. *ХОРОШАЯ ТОРГОВЛЯ НЕ ДОЛЖНА ТРЕБОВАТЬ УСИЛИЙ*

Минуточку, разве я только что не указал, что составной частью успешной торговли является напряженный труд? Как может хорошая торговля требовать напряженного труда и при этом идти без усилий?

Здесь нет никакого противоречия. Под напряженным трудом подразумевается подготовительный процесс — исследования и наблюдения, необходимые для того, чтобы стать хорошим трейдером, — а не сама торговля. В этом отношении напряженный труд связывается с такими качествами, как наблюдательность, творческий подход, настойчивость, целеустремленность, желание и приверженность. Напряженный труд, конечно, не означает, что сам процесс торговли должен приводить к пол-

ному истощению. Он, конечно, не означает, что нужно бороться или воевать против рынка. Напротив, чем легче и естественнее идет торговый процесс, тем выше шансы на успех. Как говорит анонимный трейдер в главе «Дзен и искусство торговли»: «В торговле, как и в стрельбе из лука, любое усилие, напряжение, борьба, попытка — все это неправильно. Вы оказываетесь вне ритма, вы утрачиваете гармонию с рынком. Идеальная сделка — такая, которая не требует никаких усилий».

Представьте себе бегуна на длинную дистанцию мирового класса, наматывающего каждые пять минут милю за милей. А теперь вообразите бесформенного 125-килограммового лентяя-толстяка, пытающегося пробежать милю за 10 минут. Профессиональный бегун скользит грациозно — почти без усилий, — несмотря на длинную дистанцию и высокий темп. А бегун, не имеющий спортивной формы, будет, скорее всего, бороться, задыхаться и пыхтеть, как «Юго», пытающийся участвовать в автогонке. Кто вкладывает больше труда и усилий? Кто добивается большего успеха? Конечно, бегун мирового класса вкладывает свой напряженный труд во время тренировки, и это более раннее усилие и приверженность необходимы для его успеха.

9. *УПРАВЛЕНИЕ КАПИТАЛОМ И КОНТРОЛЬ НАД РИСКОМ*

Почти каждый проинтервьюированный мною человек считает, что управление капиталом является даже более важным, чем сам торговый метод. Многие потенциально успешные системы, или торговые подходы, привели к катастрофе потому, что трейдер, применявший соответствующую стратегию, не имел метода по управлению риском. Не нужно быть математиком или понимать теорию портфеля, чтобы управлять риском. Контроль над риском может легко осуществляться при выполнении следующего трехступенчатого подхода:

1. Никогда не рискуйте в отдельной сделке более, чем 1-2% своего капитала. (В зависимости от вашего

подхода, может оказаться разумным и несколько более высокое число. Однако я крайне не рекомендую превышать цифру 5%.)

2. Определите точку своего выхода до того, как открываете сделку. Многие из трейдеров, проинтервьюированных мною, указывали именно на это правило.
3. Если вы потеряли некоторую заранее определенную часть вашего стартового капитала (например 10 или 20%), сделайте передышку. Проанализируйте, что пошло не так, и прежде чем снова начинать торговать, подождите, пока не почувствуете уверенность в своих силах, и у вас не появится какая-то высокоприбыльная идея. Для трейдеров, имеющих большие счета, разумной альтернативой полному прекращению торговли является торговля небольшими суммами. Стратегия, заключающаяся в резком уменьшении размера позиции во время неудачных периодов, упоминается многими проинтервьюированными трейдерами.

10. ТОРГОВЫЙ ПЛАН

Пытаться выиграть на рынках без торгового плана все равно что пытаться построить дом без чертежей — практически неизбежны дорогостоящие ошибки. Торговый план заключается в простом соединении личного торгового метода со специфическими правилами управления капиталом и открытия позиций. Крауц считает отсутствие торгового плана главной причиной всех трудностей, с которыми сталкиваются трейдеры на рынках. Дрихаус подчеркивает, что торговый план должен отражать суть личной философии. Он объясняет, что без стержневой философии вы не сможете удерживать свои позиции или придерживаться торгового плана во время по-настоящему трудных времен.

11. ДИСЦИПЛИНА

Дисциплина была, пожалуй, словом, наиболее часто используемым теми исключительными трейдерами, которых я проинтервьюировал. Нередко оно упоминалось в почти извинительном тоне: «Я знаю, что вы уже слышали это миллион раз, но поверьте мне, это действительно важно».

Существуют две главных причины, по которым дисциплина критически важна. Во-первых, без дисциплины невозможен эффективный контроль над риском. Во-вторых, вам нужна дисциплина для того, чтобы применять свой метод без колебаний и не выбирать, какие сделки заключать, а какие нет. Я гарантирую, что вы почти всегда будете выбирать неправильные сделки. Почему? Потому что человек стремится выбирать удобные сделки, но, как объяснил Экхардт: «То, что кажется удобным, нередко оказывается неправильным».

Помните, что вы никогда не будете защищены от приобретения плохих торговых привычек — лучшее, что вы можете сделать, это сдерживать их. Как только вы начнете лениться, они вернутся.

12. ПОНИМАЙТЕ, ЧТО ВЫ ОТВЕЧАЕТЕ ЗА ВСЕ

Вне зависимости от того, выигрываете вы или проигрываете, только вы отвечаете за свои результаты. Даже если вы проиграли из-за подсказки брокера, рекомендации консультационной фирмы или плохого сигнала со стороны системы, которую вы купили, ответственность целиком ваша, потому что вы приняли решение послушать совет и действовать. Я ни разу не встретил преуспевающего трейдера, который винит в своих убытках других.

13. НЕОБХОДИМОСТЬ В НЕЗАВИСИМОСТИ

Вам нужно думать самостоятельно. Не позволяйте себя увлекать массовой истерии. Как указывал Эд Сейкота, к тому времени, когда новость попадает на обложки об-

щенациональных периодических изданий, тренд, вероятно, подходит к концу.

Независимость также означает, что вы принимаете свои собственные торговые решения. Никогда не слушайте чужих мнений. Даже если иной раз это поможет вам провести одну-две сделки, другие сделки неизбежно приведут к потере денег — не говоря уже о том, что будут спутаны ваши представления о рынке. Как говорил Майкл Маркус в книге *Market Wizards:* «Вы должны идти за своим собственным лучом света. Если вы соедините двух трейдеров, то получите худшее от каждого».

Поделюсь личным анекдотом на эту тему, в котором участвует еще один трейдер, проинтервьюированный мной в книге *Market Wizards.* Хотя он мог торговать лучше, чем я, даже если бы ему завязали глаза и поместили в сундук, брошенный на дно бассейна, он все равно интересовался моим мнением о рынках. Однажды он позвонил мне и спросил: «Что вы думаете о иене?»

Иена была одним из немногих рынков, в отношении которых я в то время придерживался уверенного мнения. Она образовала специфическую фигуру графика, которая вызывала у меня очень медвежьи настроения. «Думаю, иена здорово упадет, и поэтому у меня короткая позиция», — ответил я.

После этого он привел мне пятьдесят одну причину, по которой иена была перепродана и должна была начать расти. Повесив трубку, я подумал: «Завтра я уезжаю в деловую поездку. В течение последних нескольких недель торговля у меня шла не очень хорошо. Короткая иена — одна из немногих позиций на моем счету. С учетом этих соображений, неужели я пойду против мнения одного из величайших трейдеров мира?» И я решил закрыть эту сделку.

К тому времени, когда через несколько дней я вернулся из своей поездки, иена упала на 150 пунктов. И, о чудо, в тот же день после обеда позвонил тот трейдер. Когда разговор перешел на иену, я не мог не спросить:

«Кстати говоря, у вас по-прежнему длинная позиция по иене?» «О нет, — ответил он. — У меня короткая».

Дело здесь не в том, что трейдер этот пытался ввести меня в заблуждение. Напротив, он твердо верил в свое мнение о рынке в то время, когда выражал его. Однако чувство рынка у него был достаточно хорошо развито, и он, судя по всему, успел сделать деньги на обеих сторонах этой сделки. Напротив, я не получил ничего, хотя первоначально правильно определил направление движения. Мораль здесь такова: даже совет со стороны самого лучшего трейдера может привести к плачевным результатам.

14. УВЕРЕННОСТЬ

Непоколебимая уверенность в своей способности продолжать выигрывать на рынках была почти всеобщей характеристикой среди тех трейдеров, которых я проинтервьюировал. Доктор Ван Тарп, психолог, выполнивший немало исследовательской работы среди трейдеров и проинтервьюированный в книге *Market Wizards,* утверждает, что одним из основных качеств побеждающих трейдеров является то, что они верят, «что выиграют игру до того, как вступают в нее».

15. ПРОИГРЫШ — ЧАСТЬ ИГРЫ

Великие трейдеры полностью осознают, что проигрыш является неотъемлемым элементом торговой игры. Это отношение каким-то образом, похоже, связано с уверенностью. Поскольку исключительные трейдеры уверены, что они в длительной перспективе выиграют, отдельные проигрышные сделки не пугают их, они просто воспринимаются как неизбежные — чем они, собственно говоря, и являются. По словам Линды Рашке: «Я никогда не волновалась из-за проигрыша, потому что всегда знала, что смогу отыграться».

Нет более верного рецепта проигрыша, чем страх перед проигрышем. Если вы не можете выносить про-

игрыши, вы либо в результате понесете большие убытки, либо упустите великие торговые возможности — и любого из этих недостатков достаточно, чтобы угробить все шансы на успех.

16. ОТСУТСТВИЕ УВЕРЕННОСТИ И ТАЙМ-АУТЫ

Торгуйте только тогда, когда чувствуете себя уверенным и настроенным оптимистично. Я нередко слышу, как трейдеры говорят: «Опять я все делаю невпопад». Или: «Спорим, у меня снова сработает стоп прямо перед минимумом». Если вы увидите, что сами думаете такими отрицательными категориями, это верный признак того, что пришло время сделать перерыв в торговле. Возвращайтесь в торговлю постепенно, думайте о торговле как о холодном море, пробуйте воду, прежде чем бросаться в нее.

17. СТРЕМЛЕНИЕ ПОЛУЧИТЬ СОВЕТ

Стремление получить совет выдает отсутствие уверенности. По словам Линды Рашке: «Если вы когда-либо испытываете искушение узнать чье-то мнение о сделке, это обычно верный признак того, что вам следует закрывать свою позицию».

18. ДОБРОДЕТЕЛЬ ТЕРПЕНИЯ

Выжидание правильной возможности увеличивает вероятность успеха. Вы не обязаны все время быть на рынке. Как писал Эдвин Лефевр в своей классической книге «Воспоминания фондового оператора» *(Reminiscences of a Stock Operator* by Edwin Lefevre): «Есть обычные дураки, которые всегда и везде поступают неправильно, но есть дураки с Уолл-стрит, которые думают, что должны все время торговать».

Одно из наиболее колоритных описаний терпения в торговле было предложено Джимом Роджерсом в книге *Market Wizards:* «Если я вижу деньги, валяющиеся под ногами, я нагибаюсь и подбираю их. Большую часть вре-

мени я провожу в ожидании таких ситуаций». Иными словами, до тех пор, пока он не уверен в том, что прибыль в сделке гарантирована, он не делает ничего.

Марк Уайнстайн (также проинтервьюированный в книге *Market Wizards)* дает следующую уместную аналогию: «Хотя гепард — самое быстрое животное в мире и может догнать любое животное на равнине, он ждет до тех пор, пока не будет абсолютно уверен в том, что поймает добычу. Дожидаясь подходящего момента, он может прятаться в буше неделю. Он будет ждать до тех пор, пока не появится детеныш антилопы, и не просто детеныш антилопы, а желательно больной или хромой. Только тогда нападает гепард, когда нет ни единого шанса на то, что он может упустить добычу. По-моему, это и есть суть профессиональной торговли».

И последний совет по предмету терпения — будьте особенно настороже тогда, когда вам очень хочется торговать, чтобы отыграть более ранние убытки. Месть в торговле — верный путь к поражению.

79. *ВАЖНОСТЬ ВЫДЕРЖКИ*

Терпение важно не только в ожидании времени открытия правильной позиции, но и в сохранении позиции до тех пор, пока она работает. Неумение должным образом заработать на правильных сделках является ключевым фактором, ограничивающим прибыль. Вновь ссылаюсь на слова Лефевра из книги «Воспоминания фондового оператора»: «Я никогда не зарабатывал больших денег мышлением. Это всегда было высиживание. Понимаете? Мое умение высиживать сделку». Далее вспомним замечание Экхардта по этому предмету: «Есть одна распространенная пословица... которая абсолютно неверна: нельзя разориться, фиксируя прибыль. Именно так большинство трейдеров и разоряется. В то время как любители разоряются, соглашаясь на большие убытки, профессионалы разоряются, соглашаясь на маленькие прибыли».

20. РАЗРАБОТКА ИДЕИ С НИЗКИМ РИСКОМ

Одно из упражнений, которые использует на своих семинарах доктор Ван Тарп, заключается в том, чтобы заставить участников подробно описать свои соображения о сделках с низким риском. Достоинство идеи низкого риска заключается в том, что она объединяет два необходимых элемента: терпение (потому что лишь небольшая часть идей окажется подходящей) и управление риском (что ясно из определения). Серьезное обдумывание низкорискованной стратегии является полезным упражнением для всех трейдеров. Конкретные идеи могут быть у разных трейдеров самыми разными, в зависимости от того, на каких рынках они торгуют, и какие методологии используют. На одном семинаре, который я посетил, участники предложили длинный список описаний идей низкого риска. Вот один пример: сделка, в которой движение рынка, необходимое для того, чтобы дать убедительные доказательства того, что вы не правы, невелико. Больше всего из этих идей мне понравилась следующая, хотя она и не имеет никакого отношения к торговле: «открыть пончиковую закусочную рядом с полицейским участком».

21. ВАЖНОСТЬ ИЗМЕНЕНИЯ РАЗМЕРА СТАВКИ

Все трейдеры, которые в течение длительного времени последовательно выигрывают, обладают прибыльными (в среднем) торговыми методами. Однако от сделки к сделке их торговое преимущество может значительно меняться. Можно математически продемонстрировать, что в любой игре, где участвуют ставки с изменяющейся вероятностью, выигрыш можно максимизировать путем изменения размера ставки в соответствии с ожидаемой вероятностью успешного исхода. Прекрасную иллюстрацию этой концепции являет стратегия оптимальных ставок в блэкджеке (см. главу о Халле).

Если у трейдера есть какие-то мысли касательно того, какие сделки имеют большее преимущество — например

на основе более высокого уровня уверенности (при условии, что это надежный индикатор) — тогда имеет смысл быть в этих ситуациях более агрессивным. Дракенмиллер так выражает эту мысль: «Для того, чтобы увеличить прибыль в долгосрочной перспективе, нужно сохранять капитал и время от времени выигрывать по-крупному... Когда ты очень уверен в сделке, надо вкладывать в нее все. Требуется мужество, чтобы быть свиньей». Для ряда магов рынка правильное суждение в отношении того, когда нужно по-настоящему жать на акселератор, и наличие мужества для того, чтобы сделать это, были важными факторами в достижении ими исключительно высокой (в отличие от просто хорошей) прибыли.

Некоторые из проинтервьюированных мною трейдеров упоминали, что меняют размер позиции в зависимости от того, как идут у них дела. Например, Маккей указывал, что он может варьировать размер позиции в пропорции от 1 до 100. Он считает, что этот подход помогает ему сокращать риск во время периодов проигрышей и увеличивать прибыли во время периодов выигрышей.

22. *ПОСТЕПЕННЫЙ ВХОД И ВЫХОД ИЗ РЫНКА* Вы не обязаны открывать или закрывать позицию сразу целиком. Постепенное открытие и закрытие позиций дает гибкость, позволяя осуществлять тонкую настройку сделок, и расширяет набор альтернатив. Большинство трейдеров жертвуют этой гибкостью не задумываясь из-за свойственного человеку стремления быть полностью правым (по определению, постепенное открытие позиции означает, что некоторые части позиции будут открываться по ценам худшим, чем другие части). В качестве примера потенциальных выгод масштабирования Липшуц указывал, что это позволяло ему удерживать открытыми долгосрочные выигрышные позиции значительно дольше, чем, по его наблюдениям, удерживали свои позиции большинство других трейдеров.

23. БЫТЬ ПРАВЫМ ВАЖНЕЕ, ЧЕМ БЫТЬ ГЕНИЕМ

Думаю, что одна из причин, по которым столь многие люди пытаются поймать максимумы или минимумы, заключается в том, что они хотят показать всему миру, какие они умные. Думайте лучше о том, как выиграть, а не о том, как стать героем. Перестаньте измерять торговый успех по тому, насколько близко вы подошли к выбору важной вершины или основания. Лучше смотрите на это так: насколько хорошо вы можете выбирать отдельные сделки, имеющие достоинства, основанные на благоприятных ситуациях соотношения риска и прибыли, и хороший процент выигрышей. Стремитесь к стабильной прибыли, а не к идеальным сделкам.

24. НЕ БЕСПОКОЙТЕСЬ ИЗ-ЗА ТОГО, ЧТО БУДЕТЕ ВЫГЛЯДЕТЬ ГЛУПО

На прошлой неделе вы сказали всем в офисе: «Мой анализ только что дал мне великолепный сигнал покупки S&P 500. Рынок пойдет к новому максимуму». Теперь вы анализируете поведение рынка и что-то кажется вам неправильным. Вместо того чтобы расти, рынок падает. Ваша интуиция говорит вам, что рынок очень слаб. Понимаете вы это или нет, но объявленный вами прогноз мешает вам составить объективное мнение о рынке. Почему? Потому что вы не хотите выглядеть глупо после того, как объявили на весь мир, что рынок пойдет к новому максимуму. Соответственно, вы предпочитаете рассматривать поведение рынка в наиболее выгодном для себя свете. «Рынок вовсе не рухнул, он просто корректируется, чтобы выбить слабые длинные позиции». В результате такого объяснения вы удерживаете убыточную длинную позицию слишком долго. Между тем у этой проблемы есть легкое решение: не болтайте о своей позиции.

Что если выражения мнений о рынке требует характер вашей работы (как это имеет место у меня)? Вот подходящее правило: каждый раз, когда вы беспокоитесь, что

можете противоречить своему более раннему мнению, рассматривайте эту озабоченность как дополнительный аргумент в пользу изменения вашего отношения к рынку. Могу привести личный пример. В начале 1991 года я пришел к заключению, что доллар сформировал важное дно. Я, в частности, помню выступление, во время которого один из слушателей спросил меня о моем прогнозе курсов валют. Я смело ответил, что доллар, мол, в течение многих лет будет расти. Спустя несколько месяцев, когда доллар полностью сдал весь свой накопленный рост, вызванный новостями о перевороте в Советском Союзе в августе 1991 года (до того, как был подтвержден провал этого переворота), я почувствовал, что что-то не так. Я вспомнил свои многочисленные прогнозы за предшествовавшие месяцы, в которых я утверждал, что доллар в течение долгих лет будет идти вверх. Чувство неловкости и стыда в связи с этими более ранними прогнозами подсказало мне, что пора изменить мое мнение.

Когда я только начинал заниматься этим бизнесом, я неизбежно в таких ситуациях старался обосновать свое первоначальное мнение о рынке. Я обжегся достаточное количество раз, прежде чем в конце концов усвоил этот урок. В вышеприведенном примере отказ от моего первоначального прогноза был весьма удачным, потому что в последующие месяцы доллар упал.

25. *ИНОГДА ДЕЙСТВИЕ ВАЖНЕЕ БЛАГОРАЗУМИЯ*

Может показаться благоразумным дождаться коррекции цены, прежде чем входить на рынок, но зачастую это неправильный образ действий. Когда ваш анализ, методология или интуиция говорят вам, что нужно отрывать сделку по рыночной цене вместо того, чтобы ждать коррекции — так и поступайте. Не переживайте из-за того, что вы не вошли по лучшей цене чуть раньше, особенно в таких ситуациях, когда на рынке происходит неожиданное большое движение (нередко из-за важной неожиданной новости).

Если вы уверены, что рынок не будет корректироваться, это соображение не имеет значения. Такие сделки нередко оказываются успешными, потому что на них трудно пойти. В качестве идеального примера вспомните готовность трейдера в группе Липшуца агрессивно продавать доллар во время падения рынка вслед за встречей Большой семерки. Другим примером этого принципа является готовность Дрихауса покупать акцию в больших количествах после того, как она уже резко повысилась после оптимистичного отчета о прибылях, если он считает, что новая информация означает, что акция продолжит движение вверх.

26. *ПОЙМАТЬ ЛИШЬ ЧАСТЬ ДВИЖЕНИЯ — ЭТО* ТОЖЕ ХОРОШО

Не воздерживайтесь от торговли в направлении нового тренда лишь потому, что вы пропустили первую крупную часгь этого тренда (при условии, что вы можете определить разумную точку выхода). Вспомните высказывание Маккея о том, что самая легкая часть тренда — это средняя часть, а это означает, что вы всегда пропускаете часть тренда, прежде чем входите на рынок.

27. *МАКСИМИЗИРУЙТЕ ПРИБЫЛЬ, А НЕ КОЛИЧЕСТВО ВЫИГРЫШЕЙ*

Экхардт объясняет, что человеческая природа работает не в направлении максимизации прибыли, а скорее в направлении шанса выиграть. Проблема здесь в том, что при этом не принимается во внимание величина выигрыша (и убытка) — а этот недостаток приводит к неоптимальным результатам работы. Экхардт прямо заключает: «Количество успешных сделок является наименее важной статистической информацией о результатах работы и может даже быть обратно пропорциональной самим результатам». Ясс говорит примерно то же самое: «Основная концепция, применимая как к покеру, так и к торговле опционами, заключается в том, что главной целью является не выиграть большинство партий, а, скорее, максимизировать итоговую прибыль».

28. *НАУЧИТЕСЬ БЫТЬ НЕВЕРНЫМ*

Верность является добродетелью, если относится к семье, к друзьям или домашним животным, но у трейдера она становится фатальным недостатком. Никогда не будьте верны своей позиции. Начинающий трейдер испытывает огромную лояльность по отношению к своей первоначальной позиции. Он будет игнорировать признаки того, что находится на неправильной стороне рынка, и загонит свою сделку в огромный убыток, надеясь на лучшее. Более опытный трейдер, узнавший о важности управления капиталом, быстро выйдет, как только ему станет ясно, что он совершил плохую сделку. Однако по-настоящему искусный трейдер сможет сделать поворот на 180°, развернув свою позицию в момент убытка, если поведение рынка указывает на необходимость такого образа действий. Вспомните неудачный переход Дракенмиллера с короткой на длинную позицию в день накануне краха 19 октября 1987 года. Его умение быстро признать свою ошибку и, что более важно, без малейшего колебания действовать, открыв при большом убытке новую короткую позицию, помогло превратить потенциально катастрофический месяц в прибыльный.

29. *ФИКСИРУЙТЕ ЧАСТЬ ПРИБЫЛИ*

Забирайте часть прибыли, чтобы не допустить ухудшения торговой дисциплины и самоуспокоенности. Очень легко обосновать чрезмерное увеличение позиций и промедление в ликвидации убыточных сделок, говоря: «Я рискую только прибылью». Прибыль, снятая со счета, чаще рассматривается как реальные деньги.

30. *НАДЕЖДА — ПАЛКА В КОЛЕСАХ*

Надежда заставляет трейдера медлить при ликвидации убыточной позиции и не дает ему войти в рынок в ожидании коррекции, при которой позиция могла бы быть открыта по лучшей цене. Часто надежда на коррекцию приводит к потере потенциальной прибыли от огромных

движений цены. Не надейтесь — открывайте позицию в направлении тренда, как только появляется возможность определить разумную точку ликвидации позиции.

31. НЕ ДЕЛАЙТЕ ТОГО, ЧТО УДОБНО

Экхардт высказывает довольно провокационное соображение, что свойственное людям стремление выбирать удобные варианты приводит большинство людей к достижению худших, чем случайные, результатов. По существу он утверждает, что эта естественная человеческая привычка приводит к таким плохим торговым решениям, что для большинства людей было бы лучше действовать на основе подбрасывания монеток или метания дротиков. Вот некоторые из приводимых Экхардтом примеров удобных решений, которые люди стремятся совершать: удержание убыточных позиций, преждевременное закрытие выигрышных позиций, продажа при усилении рынка и покупка на его слабости, а также разработка (или покупка) торговых систем, чрезмерно подстроенных под прошлое поведение цен. Подразумеваемый вывод для трейдера здесь таков: делайте то, что правильно, а не то, что кажется удобным.

32. ВЫ НЕ МОЖЕТЕ ВЫИГРАТЬ, ЕСЛИ ОБЯЗАНЫ СДЕЛАТЬ ЭТО

На Уолл-стрит есть одна старая пословица: «Пугливые деньги никогда не выигрывают». Причина здесь весьма проста: если вы рискуете деньгами, которые не можете позволить себе потерять, то все эмоциональные ловушки торговли станут еще больше. Прекрасной иллюстрацией вышеприведенного афоризма является попытка Дракенмиллера спасти свою фирму, поставив все на одну сделку. Хотя он купил всего за неделю до достижения рынком казначейских векселей абсолютного минимума, он все равно потерял все свои деньги. Необходимость выиграть побуждает к совершению торговых ошибок (таких, как чрезмерный леверидж и отсутствие планирования в только что приведенном примере). Рынок редко терпит

небрежность, характерную для сделок, рожденных отчаянием.

33. ПОДУМАЙТЕ ДВАЖДЫ, КОГДА РЫНОК СЛИШКОМ ЛЕГКО ПОЗВОЛЯЕТ ВАМ ИЗБЕЖАТЬ НЕПРИЯТНОСТЕЙ

Не слишком стремитесь выходить из позиции, из-за которой волновались, если рынок позволяет вам выйти по гораздо лучшей цене, чем вы предполагали. Если вы тревожились из-за неблагоприятного ночного движения цены, вызванного новостным событием или техническим падением цены на предыдущем закрытии, весьма вероятно, что вашу озабоченность разделяют многие другие трейдеры. Тот факт, что рынок не стал двигаться дальше в соответствии с этими страхами, позволяет с большой степенью уверенности предположить, что на рынке действуют какие-то мощные силы в направлении вашей первоначальной позиции. Эта идея, впервые предложенная Марти Шварцем в книге *Market Wizards,* была проиллюстрирована в настоящей книге тем, как Липшуц вышел из сделки, которая, по его признанию, так его напугала. В том случае он имел огромную короткую позицию по доллару в разгар сильно растущего рынка и должен был ждать до тех пор, пока откроется Токио, чтобы найти там ликвидность, достаточную для выхода из позиции. Когда доллар в Токио открылся слабее, чем он ожидал, он не стал с облегчением сбрасывать свою позицию, напротив, он подождал с ликвидацией — ив результате получил гораздо лучшую цену выхода.

34. ОТКРЫТОСТЬ УМА

Восприимчивость к новым идеям кажется распространенной чертой среди тех, кто преуспел в торговле. Например начало торговой карьеры Блейка было связано с попыткой продемонстрировать своему другу, что цены ведут себя хаотично. Когда он понял, что был неправ, то стал трейдером. Дрихаус говорит, что ум как парашют; от него польза только тогда, когда он открыт.

35. ПОИСК ОСТРЫХ ОЩУЩЕНИЙ НА РЫНКЕ— СЛИШКОМ ДОРОГОЕ УДОВОЛЬСТВИЕ

Возбуждение в значительной степени связывается с представлением о торговле, но не имеет ничего общего с успехом в торговле (разве что в обратном смысле). В книге *Market Wizards* Ларри Кайт описал свой разговор с одним другом, который не мог понять его абсолютной приверженности компьютеризированной торговой системе. Друг этот спрашивал: «Ларри, как ты можешь торговать таким образом? Разве это не скучно?» Ларри ответил: «Я торгую не ради острых ощущений, я торгую, чтобы выиграть». Этот отрывок пришел мне на память, когда Фолкнер описывал трейдера, который разорился из-за того, что ему было скучно использовать метод, стабильно приносящий прибыль.

36. СПОКОЙСТВИЕ ТРЕЙДЕРА

Если и есть какое-то эмоциональное состояние, ассоциируемое с успешной торговлей, то это противоположность волнению. Основываясь на своих наблюдениях, Фолкнер утверждает, что выдающиеся трейдеры умеют сохранять спокойствие и отстраненность независимо от того, что происходит на рынках. Он описывает реакцию Питера Стайдлмайера на позицию, которая пошла против него, как выраженную типичными словами: «Гм, смотри-ка, что творится». Бассо также прямо говорит о выгодах отстраненного взгляда на торговлю: «Если вместо того, чтобы говорить «я собираюсь провести эту сделку», вы скажете «я собираюсь посмотреть со стороны, как буду проводить эту сделку», вы сразу же увидите, что процесс стал значительно легче».

37. ОПОЗНАЙТЕ И УСТРАНИТЕ СТРЕСС

Стресс в торговле является признаком того, что что-то не так. Если вы испытываете стресс, подумайте о его причине и затем сделайте так, чтобы ликвидировать существующую проблему. Например предположим, вы

установили, что крупнейшим источником стресса является нерешительность при выходе из убыточной позиции. Одним из способов решения этой проблемы является просто введение защитного стоп-ордера каждый раз, когда вы открываете позицию.

Приведу вам личный пример. Одним из элементов моей работы является то, что я даю торговые рекомендации брокерам моей компании. Задача эта очень похожа на торговлю и, поскольку мне приходится заниматься и тем, и другим, я считаю, что она, собственно, даже труднее, чем сама торговля. Было время, когда после нескольких лет прибыльных рекомендаций я вступил в полосу неудач. У меня просто ничего правильно не получалось. Когда я был прав в отношении направления рынка, я ошибался с уровнями покупки и продажи. Когда мне удавалось открыть позицию в правильном направлении, у меня срабатывал стоп — нередко всего в нескольких тиках от крайней точки коррекции.

Я отреагировал на это, разработав ряд компьютерных торговых программ и технических индикаторов, тем самым широко диверсифицировав торговые рекомендации, которые давал фирме. Я до сих пор делаю ежедневные субъективные предсказания рынка, но теперь уже не все зависит исключительно от точности этих рекомендаций. Широко диверсифицировав рекомендации, связанные с торговлей, и перенеся большую часть этой нагрузки на механические методы, я смог в значительной степени понизить источник личного стресса — ив результате улучшить качество своей исследовательской продукции.

38. *ОБРАЩАЙТЕ ВНИМАНИЕ НА ИНТУИЦИЮ* На мой взгляд, интуиция является просто опытом, который находится на подсознательном уровне. Объективность рыночного анализа, выполненного сознательной частью ума, может подрываться всякого рода внешними факторами (например текущей рыночной позицией или нежеланием изменить более ранний прогноз). Под со-

знание, однако, не сдерживается такими ограничениями. К сожалению, мы не можем с легкостью извлекать свои подсознательные мысли. Однако когда они прорываются на поверхность в виде интуиции, трейдер должен обращать на них внимание. Как это выразил анонимный трейдер в главе «Дзен и искусство торговли»: «Необходимо отличать то, что вы хотите чтобы случилось, и то, что, как вы знаете, случится».

39. ПРИЗВАНИЕ И ЛЮБОВЬ К ДЕЛУ

Разговаривая с трейдерами, проинтервьюированными в этой книге, я испытывал определенное ощущение, что многие из них считали, будто торговля является тем, чем они по-настоящему хотят заниматься — по существу, их миссией в жизни. Вспомните цитату Чарльза Фолкнера, в которой эта миссия описывается словами Джона Гриндера: «Что вы любите настолько сильно, что готовы платить за то, чтобы делать это?» Во время интервью меня поражало, насколько маги рынка любят торговлю. Многие использовали для описания торговли аналогии с игрой. Такой тип любви к торговле может быть, по существу, необходимым элементом успеха.

40. ЭЛЕМЕНТЫ ДОСТИЖЕНИЯ ЦЕЛИ

Список Фолкнера из шести ключевых ступеней на пути к достижению цели, основанный на исследовании спортсменов, успешно восстановивших свое здоровье, в равной степени применим к цели достижения торгового успеха. Эти стратегии включают следующее:

1. использование как мотивации «навстречу», так и мотивации «прочь»;
2. постановка только полноразмерных и больших целей при отказе от меньшего;
3. разбитие потенциально невыполнимых целей на отдельные сегменты так, чтобы получать удовлет ворение от завершения каждого отдельного шага;

4. полная концентрация на текущем моменте времени — т. е. на выполняемых задачах, а не на долгосрочных целях;
5. личное участие в достижении цели (а не ожидание помощи от других);
6. измерение прогресса путем сравнения себя с собой.

41. ЦЕНЫ НЕ ХАОТИЧНЫ = РЫНКИ МОЖНО ПРЕВЗОЙТИ

Ссылаясь на ученых, которые считают, что рыночные цены хаотичны, Траут говорит: «Вероятно, поэтому они профессора, а я зарабатываю деньги, делая то, что делаю». Споры вокруг того, являются ли цены хаотичными, еще не закончились. Однако мой опыт, полученный при проведении интервью для двух книг, убедил меня в том, что теория случайного блуждания неправильна. И веру мою подкрепляет не величина выигрышей, продемонстрированных магами рынка, а постоянство, с которым эти выигрыши происходят. В качестве особенно убедительного примера вспомните о соотношении выигрышных и проигрышных месяцев у Блейка 25:1 и его среднегодовой прибыли в 45% при наихудшем падении капитала в размере 5%. Трудно представить себе, чтобы столь односторонние результаты могли произойти исключительно по воле случая — такое было бы возможно, если бы весь мир состоял из трейдеров, но не в том случае, когда мы имеем более ограниченное их число. Конечно, выигрывать на рынках нелегко — и фактически делать это становится все труднее по мере того, как на профессионалов приходится все возрастающая доля активности, — но делать это можно.

42. НЕ ЗАМЫКАЙТЕСЬ НА РЫНКЕ

В жизни есть много интересных вещей помимо торговли.

ВМЕСТО ЗАКЛЮЧЕНИЯ

Меня часто спрашивают, помогло ли мне стать лучшим трейдером написание двух книг о магах рынка. Ответ — да, но не тем способом, о котором думают люди, задающие этот вопрос. Ни один из трейдеров не передал мне какого-то великого секрета, раскрывающего общее устройство рынков. (Если вы стремитесь найти такой секрет, не отчаивайтесь, ответ на самом деле под рукой — просто полистайте раздел рекламы в любом финансовом периодическом издании.) Для меня самым важным уроком, полученным из этих интервью, является то, что совершенно необходимо брать на вооружение метод торговли, идеально подходящий индивидуальности каждого отдельного человека.

По истечении многих лет я отчетливо понял, что по-настоящему мне в этом бизнесе нравится решать самую главную головоломку: как выиграть на рынке? Все составные части для решения находятся у вас под руками, и вы можете складывать их любым числом способов, ограниченным только вашей творческой энергией. Более того, постоянный интерес к игре поддерживается существованием множества ловушек, заводящих вас в тупики, а некоторые правила продолжают все время изменяться. Есть даже группа очень умных людей, говорящих вам, что в этой игре вообще нельзя выиграть. Но по-настоящему удивительным является то, что какой бы сложной ни была эта головоломка, для нее есть множество совер-

шенно разных решений, и всегда можно найти решение еще лучше. Процесс решения этой чудесной головоломки и есть то, что мне нравится.

С другой стороны, я также понял, что мне совсем не нравятся те аспекты, которые связаны непосредственно с самой торговлей. Мне не нравится эмоциональное давление в связи с принятием внутридневных торговых решений. Когда я проигрываю, я расстраиваюсь, а когда я начинаю выигрывать, то переживаю, потому что знаю, что вечно это не будет продолжаться. Короче говоря, это не мой стиль. Напротив, есть люди, которые процветают и добиваются великолепных успехов в фактической торговле. Человеком, который, на мой взгляд, олицетворяет такой тип подхода, является Пол Тюдор Джонс, которого я проинтервьюировал в книге *Market Wizards.* Когда вы смотрите, как торгует Пол, вы можете видеть, что он полностью поглощен своей работой. Он бурлит энергией, впитывая информацию с сотен различных направлений и принимая молниеносные торговые решения. Ему, похоже, нравится это, как если бы этот был какой-то вызывающий вид спорта. И поскольку ему это нравится, у него и получается так хорошо.

На протяжении многих лет я участвовал как в дискреционной, так и в системной торговле. Пожалуй, не случайно в процессе работы над настоящей книгой я пришел к выводу, что для моего характера больше подходит системная торговля. После того, как я увеличил свои усилия и повысил внимание к системной торговле, прогресс мой ускорился, и я почувствовал, что она подходит мне, как перчатка.

Мне потребовалось больше десятилетия, чтобы понять свои природные наклонности. Хотел бы предложить вам не торопясь обдумать, является ли выбранный вами путь тем путем, по которому вы хотите идти. Возможно, после этого путешествие ваше окажется короче.

ПРИЛОЖЕНИЕ

ОПЦИОНЫ — ПОНИМАНИЕ ОСНОВ

Существуют два основных типа опционов: колл-опционы и пут-опционы. Покупка *(call option)* дает покупателю право — но не обязанность — в любое время до даты истечения *(expiration date)* включительно купить базовый актив по определенной цене, называемой ценой исполнения или ценой страйк *(strike price* или *exercise price)*. Пут-опцион *(put option)* дает покупателю право — но не обязанность — продать базовый актив по цене исполнения в любое время до истечения включительно. (Отметьте, что, следовательно, покупка пут-опциона является медвежьей сделкой, а продажа пут-опциона — бычьей сделкой) Цена опциона называется премией *(premium)*. В качестве примера опциона: апрельский колл-опцион 130 IBM дает покупателю право купить 100 акций IBM по цене 130 долларов за акцию в любое время в течение срока обращения опциона.

Покупатель колл-опциона стремится заработать на предполагаемом повышении цены путем фиксирования определенной цены покупки. Максимально возможный убыток покупателя колл-опциона будет равен

Примечание: данное приложение адаптировано из книги Джека Швагера «Полное руководство по фьючерсному рынку» *(Jack D. Schwager, A Complete Guide to the Futures Market.* New York: John Wiley&Sons, 1984).

денежной величине премии, уплаченной за опцион. Этот максимальный убыток будет получен покупателем колл-опциона, сохраненного до истечения, если его цена исполнения будет выше текущей рыночной цены. Например, если на дату истечения колл-опциона IBM 130 акции IBM закроются по 125 долларов, опцион этот истечет не имеющим цены. Если в момент истечения цена базового рынка оказывается выше цены исполнения, колл-опцион будет иметь некоторую стоимость и в результате будет исполнен. Однако если разность между рыночной ценой и ценой исполнения будет меньше, чем премия, уплаченная за опцион, чистый результат сделки все равно будет убыточным. Для того, чтобы покупатель колл-опциона получил чистую прибыль, разность между рыночной ценой и ценой исполнения должна превышать премию, уплаченную при покупке колл-опциона (после внесения поправки на комиссионные издержки). Чем выше рыночная цена, тем больше получается прибыль.

Покупатель пут-опциона стремится заработать на предполагаемом снижении цены путем фиксирования цены продажи. Как и у покупателя колл-опциона, его максимально возможный убыток ограничивается денежной величиной премии, уплаченной за опцион. В случае сохранения пут-опциона до истечения, сделка принесет чистую прибыль, если цена исполнения выше рыночной цены на величину, превышающую премию пут-опциона в момент покупки (после внесения поправки на комиссионные издержки).

В то время, как покупатель колл-опциона или пут-опциона имеет ограниченный риск и неограниченный потенциал прибыли, обратное справедливо для продавца. Продавец опциона (которого нередко называют *writer)* получает денежную стоимость премии в обмен на взятие на себя обязательства занять противоположную позицию по цене исполнения, если опцион будет исполняться. Например, если исполняется колл-опцион,

продавец должен занять на базовом рынке короткую позицию по цене исполнения (потому что исполняя колл-опцион покупатель занимает длинную позицию по этой цене).

Продавец колл-опциона стремится заработать на предполагаемом боковом движении цен или на незначительном снижении рынка. В такой ситуации премия, полученная при продаже колл-опциона, обеспечивает наиболее привлекательную торговую возможность. Однако если трейдер ожидает большого снижения цены, ему обычно лучше открыть короткую позицию на базовом рынке или купить пут-опцион — т. е. совершить сделки с неограниченным потенциалом прибыли. Аналогичным образом продавец пут-опциона стремится заработать на предполагаемом отсутствии тренда или на небольшом росте цен.

Некоторые новички не могут понять, почему трейдер не всегда предпочитает покупать опционы (коллы или путы, в зависимости от мнения о рынке), поскольку такая сделка имеет неограниченный потенциал роста и ограниченный риск. Эта ошибка отражает неумение учитывать распределение вероятностей. Теоретически риск продавца опциона неограничен. Однако в наиболее вероятной ситуации (т. е. в ситуации неизменности рыночной цены) продавец опционов получит чистую прибыль. Грубо говоря, покупатель опциона соглашается на большую вероятность небольшого убытка в обмен на маленькую вероятность большого выигрыша, в то время как продавец опциона соглашается на маленькую вероятность большого убытка в обмен на большую вероятность маленькой прибыли. В длительной перспективе на эффективном рынке ни постоянный покупатель опционов, ни постоянный продавец опционов не должны иметь значительного преимущества.

Премия опциона состоит из двух компонентов: внутренней стоимости *(intrinsicvalue)* и временной стоимости

(time value). Внутренняя стоимость колл-опциона представляет собой сумму, на которую текущая рыночная цена выше цены исполнения. (Внутренняя стоимость пут-опциона является суммой, на которую текущая рыночная цена ниже цены исполнения.) По сути дела, внутренняя стоимость является частью премии, которая может быть реализована, если опцион будет исполнен по текущей рыночной цене. Внутренняя стоимость служит минимальной ценой опциона. Почему? Потому что если премия оказывается ниже внутренней стоимости, трейдер может купить и исполнить опцион и немедленно закрыть полученную позицию на базовом рынке, получив в результате чистую прибыль (при условии, что трейдер покрывает, по меньшей мере, операционные издержки).

Опционы, имеющие внутреннюю стоимость (т. е. колл-опционы с ценами исполнения ниже рыночной цены и пут-опционы с ценами исполнения выше рыночной цены), называются опционами при деньгах *(in-the-money)*. Опционы, не имеющие внутренней стоимости, называются опционами не при деньгах *(out-of-the-money)*. Опционы с ценой исполнения, близкой к текущей рыночной цене, называются опционами по деньгам *(at-the-money)*.

Опцион не при деньгах, который по определению имеет внутреннюю стоимость равную нулю, все равно будет иметь некоторую стоимость из-за вероятности того, что до наступления даты истечения рыночная цена уйдет за цену исполнения. Опцион при деньгах будет иметь стоимость выше внутренней стоимости, потому что опционная позиция будет более предпочтительной, чем позиция на базовом рынке. Почему? Потому что и опцион, и рыночная позиция дадут одинаковый выигрыш в случае благоприятного движения цены, но максимальный убыток опциона ограничен. Та порция премии, которая превышает внутреннюю стоимость, называется временной стоимостью.

Тремя наиболее важными факторами, которые влияют на временную стоимость опционов, являются следующие:

1. **Связь между ценой исполнения и рыночной ценой.** Опционы глубоко не при деньгах будут иметь небольшую временную стоимость, поскольку маловероятно, что рыночная цена сможет дойти до цены исполнения — или пересечь ее — до даты истечения. Опционы глубоко при деньгах имеют небольшую временную стоимость, потому что эти опционы являются позициями, очень близкими к базовому рынку — и там, и там выигрывается или теряется эквивалентная сумма в случае любых, кроме исключительно больших, неблагоприятных движений цены. Иными словами, для опциона глубоко при деньгах предлагаемое ограничение риска не стоит слишком много, потому что цена исполнения находится настолько далеко от текущей рыночной цены.
2. **Время, остающееся до истечения.** Чем больше времени остается до истечения, тем выше стоимость опциона. Это справедливо, потому что больший срок существования увеличивает вероятность повышения внутренней стоимости на любую указанную величину до истечения.
3. **Волатильность.** В течение остающегося срока существования опциона временная стоимость коблеется вместе с волатильностью (мерой степени изменчивости цены) базового рынка. Эта связь возникает, потому что большая волатильность увеличивает вероятность повышения внутренней стоимости на любую указанную величину до истечения. Иными словами, чем выше волатильность, тем больше вероятный диапазон цены рынка.

Хотя волатильность является исключительно важным фактором при определении размеров премии оп-

циона, следует подчеркнуть, что будущая волатильность рынка никогда не бывает известна заранее. (В отличие от этого, время, остающееся до истечения, и соотношение между текущей рыночной ценой и ценой исполнения в любой момент можно точно указать.) Таким образом, волатильность всегда должна оцениваться на основе исторической волатильности *(historical volatility).* Оценка будущей волатильности, выражаемая рыночными ценами (т. е. премиями опционов), которая может быть выше или ниже исторической волатильности, называется подразумеваемой волатильностью *(implied volatility).*

СЛОВАРЬ

Анализ Ганна *(Gann analysis)* — рыночный анализ, основанный на различных технических идеях, разработанных Уильямом Ганном, известным трейдером акциями и фьючерсами, работавшим в первой половине XX столетия.

Арбитраж *(arbitrage)* — выполнение покупки на одном рынке против эквивалентной продажи на тесно связанном рынке на основе мнения о расхождении взаимосвязанных цен этих рынков.

Арбитражеры *(arbitrageurs)* —трейдеры, которые специализируются на арбитраже. Арбитражеры стремятся делать небольшую прибыль на временных искажениях взаимоотношений между ценами связанных рынков, в отличие от попыток заработать на правильном прогнозе направления движения рынка.

Бойлерная *(boiler room operation)* — незаконное или полузаконное предприятие, занимающееся телефонными продажами и использующее тактику психологического давления для продажи несведущим инвесторам финансовых инструментов или товаров по завышенным ценам или при завышенных комиссионных. Например, контракты на драгоценные металлы (или опционы на драгоценные металлы) могут

продаваться по ценам значительно выше уровней, преобладающих на организованных биржах. В некоторых случаях такие предприятия являются полностью мошенническими, ибо продаваемые контракты являются чистой подделкой.

Бык *(bull)* — тот, кто считает, что цены будут расти.

Бычий рынок *(bull market)* — рынок, характеризуемый повышающимися ценами.

Внутридневная сделка *(day trade)* — сделка, которая ликвидируется в тот же день, когда открывается.

Волатильность *(volatility)* — мера изменчивости цен на рынке. Волатильным рынком является рынок, на котором происходят широкие колебания цены.

Волновой анализ Эллиотта *(Elliott Wave analysis)* — метод рыночного анализа, основанный на теории Ральфа Нельсона Эллиотта. Хотя сама теория эта относительно сложна, суть ее сводится к концепции, гласящей, что рынки двигаются волнами, образуя общую стереотипную фигуру, состоящую из пяти волн (или отрезков рынка) в направлении главного тренда, за которыми следуют три корректирующие волны в противоположном направлении. Одним из аспектов этой теории является то, что каждая из волн может быть разбита на пять или три меньших по размеру волн и является сама по себе сегментом еще большего движения волны.

Восходящий тренд *(uptrend)* — общая тенденция повышения цен на данном рынке.

Выбегание вперед *(frontrunning)* — неэтичная и в некоторых случаях незаконная практика, когда брокер

ставит свой собственный ордер перед крупным ордером клиента, который, по его мнению, приведет к движению рынка.

График *(chart)* — график, отображающий движение цены на данном рынке. Наиболее распространенным типом графиков является дневной барный график, на котором с помощью одного штриха, или бара, указывается максимальная цена, минимальная цена и цена закрытия каждого дня для данного рынка.

Графический анализ *(chart analysis)* — изучение ценовых графиков в попытке найти закономерности, которые в прошлом предшествовали повышениям или понижениям цены. Принципиальная идея состоит в том, что образование аналогичных формаций на текущем рынке может давать сигнал о вероятном движении рынка в том же направлении. Пользователей графического анализа нередко называют чартистами *(chartists)* или техническими аналитиками *(technicians).*

День разворота *(reversal day)* — день, в который рынок достигает нового максимума (минимума) и затем изменяет направление, закрываясь ниже (выше) цен закрытия одного или более предыдущих дней. Дни разворота считаются более значительными (ключевыми), если они сопровождаются большим объемом и особенно широким диапазоном цены.

Диверсификация *(diversification)* — торговля на многих различных рынках в целях уменьшения риска.

Дискреционный трейдер (*discretionary trader)* — в общем смысле это трейдер, который обладает доверенностью на исполнение сделок с активами своих клиен-

тов без получения предварительного их одобрения. Однако этот термин нередко используется в более узком смысле для обозначения трейдера, который принимает решения, основываясь на своей собственной интерпретации рынка, а не в ответ на сигналы, подаваемые компьютерной системой.

Длинная позиция (*long)* — позиция, открытая с помощью ордера на покупку, которая приносит прибыль, если цена рынка растет. Этот термин также используется для обозначения человека или организации, имеющих длинные позиции.

Индикатор настроений *(sentiment indicator)*—индикатор степени равновесия между бычьими и медвежьими настроениями. Индикаторы настроений используются для торговли согласно теории противоположного мнения. Примером индикатора настроений является соотношение путов/коллов.

Индикатор перекупленности/перепроданности *(overbought/oversold indicator)* — технический индикатор, пытающийся определить, когда цены повысились (понизились) слишком сильно и слишком быстро и поэтому должны скорректироваться в противоположном направлении. Концепция перекупленности/перепроданности также нередко используется вместе с противоположным мнением для описания ситуации, когда значительное большинство трейдеров занимает бычью или медвежью позицию.

Капитал *(equity)* — общая стоимость денег и финансовых инструментов на торговом счете.

Колл-опцион *(call option)* — контракт, который дает покупателю право, но не обязанность купить базовый

финансовый инструмент или фьючерс по указанной цене в течение указанного периода времени.

Консолидация *(consolidation)* — типичная формация на графике цены, характеризуемая длительным боковым движением (также известна как Сжатие).

Контракт *(contract)* — на фьючерсных рынках — стандартизированный торговый инструмент, в котором указывается вид и количество товара (или финансового актива) для поставки (или денежного урегулирования обязательств) в указанную будущую дату.

Кольцо *(ring)* — синоним **Ямы.**

Короткая позиция *(short)* — позиция, открытая путем продажи финансовых инструментов или фьючерсов, и приносящая прибыль в результате снижения рыночных цен. Этот термин также применяется для обозначения трейдера или организации, имеющих такую позицию.

Коррекция *(retracement)* — движение цены в направлении, противоположном предыдущему тренду. Например, на растущем рынке 60-процентная коррекция будет означать падение цены, равное 60 процентам предыдущего повышения.

Коррекции Фибоначчи *(Fibonacci retracements)* — концепция, заключающаяся в том, что коррекция цены после сильного движения обычно составляет приблизительно 38,2% или 61,8% — т. е. величины, получаемые из последовательности Фибоначчи (см. **Последовательность Фибоначчи).**

Коэффициент цена/прибыль *(price/earnings (p/e) ratio)* — цена акции, деленная на годовую прибыль компании в расчете на одну акцию.

Леверидж (кредитное плечо) *(leverage)* — возможность открыть позицию по фьючерсам или финансовым инструментам на сумму большую, чем сумма используемого капитала. Чем больше леверидж позиции, тем больше потенциальная прибыль или убыток.

Ликвидность *(liquidity)* — степень, до которой данный рынок ликвиден.

Ликвидный рынок *(liquid market)* — рынок, на котором ежедневно происходит достаточно большое число сделок так, что ордера разумного размера на покупку и продажу могут быть исполнены без значительного изменения рыночной цены. Иными словами, ликвидный рынок позволяет трейдеру относительно легко входить в него и выходить из него.

Лимит позиции *(limit position)* — максимальный размер позиции (т. е. число контрактов, которые может иметь спекулянт). Для многих фьючерсных контрактов этот лимит определяется государственным регулированием.

Линия роста/падения *(advance/decline line)* — кумулятивная сумма дневной разности между числом акций Нью-Йоркской фондовой биржи, курс которых повысился, и числом акций, курс которых понизился. Расхождения между линией роста/падения и рыночными индексами, такими как промышленный индекс Доу-Джонса *(Dow Jones Industrial Average, DJIA),* могут иногда рассматриваться как рыночный сигнал. Например, если DJIA достигает нового максимума, но линия рос-

та/падения этого сделать не может, такое поведение цены может отражать внутреннюю слабость рынка.

Ложный прорыв *(fabe breakout)* — краткосрочное движение цены, пробивающее предыдущий максимум или минимум, после чего происходит сильное ценовое движение в противоположном направлении. Например, если цена акции, которая в течение шести месяцев торговалась в диапазоне между 18 и 20 долларами, поднимается до 21 доллара, а затем быстро падает ниже 18 долларов, то движение до 21 доллара можно назвать ложным прорывом.

Лот (*lot)* — на фьючерсных рынках является синонимом контракта.

Максимально допустимое движение цены *(limit price move)* — биржи для многих фьючерсных контрактов указывают максимальную величину, на которую может изменяться цена в течение одного дня. Рынок, цена которого повышается на этот указанный максимум, называется достигшим верхнего лимита *(limit-up),* а рынок, опускающийся на максимальную величину, называется рынком, достигшим нижнего лимита *(limit-down).* В случаях, когда свободные рыночные силы стремятся найти равновесную цену за пределами диапазона, установленного лимитом, рынок доходит до лимита и практически перестает торговаться. На повышающемся рынке про такую ситуацию говорят, что «рынок заперт на восходящем лимите» *(locked limit-up);* на падающем рынке говорят, что «рынок заперт на нисходящем лимите» *(locked limit-down).*

Медведь *(bear)* — тот, кто считает, что цены понизятся.

Медвежий рынок *(bear market)* — рынок, характеризуемый снижением цен.

Местный трейдер *(local)* — синоним термина **трейдер операционного зала,** обычно используемый для обозначения члена биржи, торгующего на свой собственный счет.

Место *(seat)* — членство на бирже.

Механическая система *(mechanical system)* — торговая система (обычно компьютеризированная), которая выдает сигналы покупки и продажи. Трейдер, использующий механическую систему, следует сигналам такой системы вне зависимости от своего личного мнения о рынке.

Наращивание пирамиды *(pyramiding)* — использование нереализованной прибыли по существующей позиции как маржи для увеличения размера позиции. Увеличивая леверидж сделки, наращивание пирамиды повышает потенциал прибыли, равно как и риска.

Непокрытый опцион *(naked option)* — короткая опционная позиция, открытая трейдером, не имеющим базовых фьючерсов или финансовых инструментов.

Нисходящий тренд *(downtrend)* — общая тенденция к снижению цен на данном рынке.

Оборот, или объем *(volume)* — общее количество акций или контрактов, которые были проданы (куплены) в течение данного периода.

Опционы *(options)* — см. Приложение.

Открытый интерес *(open interest)* — на фьючерсных рынках общее число открытых длинных и коротких позиций всегда равно. Эта сумма (длинных или коротких позиций) называется открытым интересом. По определению, когда начинается торговля каким-

то контрактным месяцем, открытый интерес равен нулю. Затем открытый интерес увеличивается до пика и уменьшается по мере того, как с приближением к дате истечения позиции ликвидируются.

Относительная сила *(relative strength)* — на фондовом рынке является мерой силы цены данной акции относительно более широкого индекса акций. Термин также может использоваться в более общем смысле для обозначения индикаторов перекупленности/перепроданности.

Падение капитала *(drawdown)* — уменьшение капитала на торговом счете. Максимальным падением называется наибольшая разность между относительным максимумом капитала и любым последующим минимумом капитала. Низкие падения капитала являются желательной характеристикой как для трейдера, так и для торговой системы.

Переоценка по рынку *(mark to the market)* — переоценка отрытых позиций по текущим рыночным ценам. Иными словами, если позиция переоценена по рынку, не существует различия между реализованными и нереализованными убытками (или прибылями).

Пила *(whipsaw)* — ценовая фигура, характеризуемая повторяющимися резкими разворотами тренда. Этот термин часто используется для описания убытков, возникающих в результате применения систем следования за трендом на неустойчивом или бестрендовом рынке. На таких рынках системы следования за трендом имеют тенденцию подавать сигналы покупки как раз перед разворотом цены вниз, а сигнал продажи — как раз перед разворотом цены вверх.

Поддержка *(support)* — в техническом анализе область цены, где падающий рынок, как ожидается, столкнется с повышенной поддержкой покупки, достаточной для остановки падения или разворота направления рынка.

Подразумеваемая волатильность *(implied volatility)* — ожидаемая рынком будущая волатильность цены, выраженная текущими ценами опционов.

Позиционный лимит *(position limit)* — см. **Лимит позиции.**

Покрытие *(cover)* — ликвидация существующей позиции (например продажа, если позиция длинная; покупка, если позиция короткая).

Последовательность Фибоначчи *(Fibonacci sequence)* — последовательность чисел, первые два члена которой являются единицами, увеличивающаяся до бесконечности. Каждое число последовательности равно сумме двух предыдущих чисел. Таким образом, первыми числами этой последовательности будут 1, 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21, 34, 55, 89, и т. д. Отношение соседних чисел в этом ряду приближается по мере роста чисел к 0,618. Отношение чисел в этом ряду, расположенных через одно (например, 21 и 55), приближается по мере роста чисел к 0,382. Два эти отношения — 0,618 и 0,382 — обычно используются для проецирования коррекций цены.

Правило восходящего тика цены *(uptick rule)* — правило фондового рынка, в соответствии с которым короткие продажи могут осуществляться только по цене выше цены предыдущей сделки.

Прибыль на акцию *(earningsper share, EPS)*— суммарная прибыль компании после уплаты налогов, деленная

на число обыкновенных акций, находящихся в обращении.

Прорыв *(breakout)* — движение цены за предыдущий максимум (или минимум) или из рамок ограниченного торгового диапазона.

Проскальзывание *(skid)* — разность между теоретической ценой исполнения сделки (например серединой диапазона между ценой покупки и продажи) и фактической ценой исполнения.

Противоположное мнение *(contrary opinion)* — общая теория состоит в том, что прибыль можно получить, действуя в направлении, противоположном большинству трейдеров. Принципиальная идея здесь состоит в том, что если значительное большинство трейдеров настроены по-бычьему, это означает, что большинство участников рынка верят, что цены повысятся, и уже открыли длинные позиции. Следовательно, направление наименьшего сопротивления ведет вниз. Аналогичная аргументация применяется, когда большинство трейдеров настроены по-медвежьи. Сторонникам теории противоположного мнения предлагаются различные услуги, такие как опросы трейдеров, рыночные бюллетени или торговые консультации.

Прямая позиция *(outright position)* — чистая длинная или короткая позиция (в отличие от спрэдов и арбитражных сделок, в которых позиции взаимно сбалансированы противоположными позициями в подобных инструментах).

П/У (P *and L)* — сокращенное обозначение прибыли и убытка.

Пут-опцион *(put option)* — контракт, который дает покупателю право, но не обязанность продать базовый финансовый инструмент или фьючерс по указанной цене в течение фиксированного периода времени.

Разрыв *(gap)* — зона графика цены, в которой не происходит никаких сделок. Например, если рынок, который ранее торговался на максимуме 20 долларов, открывается на следующий день на 22 долларах и начинает двигаться вверх, то ценовая зона между 20 и 22 долларами называется разрывом.

Распознавание фигур *(pattern recognition)* — метод предсказания цены, в котором используются исторические фигуры графиков для построения аналогий с текущими ситуациями.

Расхождение *(divergence)* — когда рынок или индикатор не следует за другим рынком или индикатором после установления им нового максимума или минимума. Некоторые аналитики рассматривают расхождения как сигналы о приближении разворота рынка.

Реакция *(reaction)* — движение цены в направлении, противоположном преобладающему тренду.

Сжатие *(congestion)* — см. **Консолидация.**

Система *(system)* — конкретный набор правил, используемых для получения сигналов на покупку или продажу для данного рынка или ряда рынков.

Система следования за трендом *(trend-following system)* — система, которая подает сигналы покупки и продажи в направлении определенного тренда, исходя из предпосылки, что тренд, после того как устанавливается, имеет тенденцию к продолжению.

Системный трейдер *(systems trader)* — трейдер, который использует системы для определения времени покупки и продажи вместо того, чтобы полагаться на личную оценку рыночных условий.

Скальпер *(scalper)* — брокер операционного зала, который торгует на свой собственный счет и стремится зарабатывать на очень небольших колебаниях цены. Как правило, скальпер пытается получать прибыль, покупая по цене спроса и продавая по цене предложения. Этот торговый подход обеспечивает рынку дополнительную ликвидность.

Скользящая средняя *(moving average)* — метод сглаживания цен для более легкого выявления рыночных трендов. Простая скользящая средняя представляет собой среднюю цену за определенное число дней. Пересечения графиков цены и скользящей средней — или двух различных скользящих средних — используются в некоторых простых системах следования за трендом как сигналы покупки и продажи.

Совет управляющих Федеральной резервной системы *(Federal Reserve Board, Fed)* — управляющий орган Федеральной резервной системы, стремящийся регулировать экономику через осуществление кредитно-денежной политики.

Соотношение путов/коллов *(put/call ratio)* — объем пут-опционов, деленный на объем колл-опционов. Соотношение путов/коллов является индикатором «противоположного мнения» или меры перекупленности/перепроданности. Интерпретация индикатора заключается в том, что высокое соотношение, отражающее ситуацию, в которой покупается больше пут-опционов, чем колл-опционов, означает, что большинство трейдеров настроены по-медвежьи.

Поэтому в теории противоположного мнения такое соотношение считается бычьим. Аналогичным образом низкое значение соотношения путов/коллов считается медвежьим.

Соотношение риска/вознаграждения *(risk/reward ratio)* — отношение оценки потенциального убытка сделки к оценке потенциального выигрыша. Хотя теоретически в любой такой расчет должна быть также встроена вероятность выигрыша или убытка, отношение это нередко наивно основывается только на величине оценки прибыли или убытка.

Сопротивление *(resistance)* — в техническом анализе область цены, где растущий рынок, как ожидается, столкнется с повышенным давлением продажи, достаточным для того, чтобы остановить дальнейшее повышение или развернуть движение.

Спекулянт *(speculator)* — человек, который сознательно идет на риск, покупая или продавая финансовые инструменты или фьючерсы в надежде заработать на предполагаемом движении цены.

Спрэд *(spread)* — скомбинированная покупка фьючерсного контракта (или опциона) и продажа другого контракта (или опциона) на одном и том же или родственном рынке. Некоторые примеры спрэдов: длинная позиция по июньским казначейским облигациям/короткая позиция по сентябрьским казначейским облигациям, длинная позиция по немецкой марке/короткая позиция по швейцарскому франку и длинный колл-опцион 130 IBM/короткий колл-опцион 140 IBM.

Стоп-ордер *(stop order)* — ордер на покупку, помещенный выше рыночной цены (или ордер на продажу,

помещенный ниже рыночной цены), который становится рыночным ордером, когда достигается указанная цена. Хотя стоп-ордера иногда используются для открытия новых позиций, они чаще применяются для ограничения убытков. В этом последнем применении они часто называются ордерами стоп-лосс *(stop-loss orders).*

Сторонник теории противоположного мнения *(contrarian)* — человек, торгующий против общего мнения (см. **Противоположное мнение).**

Технический анализ *(technical analysis)* — методы предсказания цены, основанные на изучении самой цены (а иногда также объема и открытого интереса), а не базовых фундаментальных (т. е. экономических) рыночных факторов. Технический анализ нередко противопоставляется фундаментальному анализу.

Тик *(tick)* — минимально возможное движение цены вверх или вниз на данном рынке.

Торговля в противоположном направлении *(fade)* — сделка в направлении, противоположном рыночному сигналу (или мнению аналитика). Например трейдер, который открывает короткую позицию после того, как цены пробиваются из области консолидации вверх, т. е. происходит событие, которое большинство трейдеров — сторонников технического анализа интерпретируют как сигнал для покупки или сохранения своей длинной позиции, — можно сказать, что такой трейдер играет против прорыва цены.

Торговый диапазон *(trading range)* — полоса бокового движения цены, охватывающая все цены в течение указанного периода. Торговый диапазон означает, что рынок не имеет направления.

Трейдер операционного зала *(floor trader)* — член биржи, который торгует в операционном зале ради получения личной прибыли.

Тренд *(trend)* — движение цен в общем направлении (вверх или вниз).

Управление капиталом *(money management)* — использование различных методов контроля над риском в торговле.

Управление риском *(risk control)* — использование торговых правил для ограничения убытков.

Усреднение убытков (нисходящее усреднение) *(averaging losers (averaging down)* — увеличение убыточной позиции после неблагоприятного движения цены.

Фундаментальный анализ *(fundamental analysis)* — использование экономических данных для предсказания цен. Например фундаментальный анализ валют может фокусироваться на таких вещах, как относительные темпы инфляции, относительные процентные ставки, относительные темпы экономического роста и политические факторы.

Фьючерсы *(futures)* — см. главу «Фьючерсы — понимание основ».

Хедж *(hedge)* — позиция, используемая для компенсации риска владения финансовым инструментом или товаром, или риска, связанного с предполагаемой в будущем покупкой или продажей. Примером хеджевой сделки является случай, когда во время сезона созревания фермер, выращивающий кукурузу, продает фьючерсы на кукурузу с датой подставки после сбора

урожая. В данной иллюстрации продажа фьючерса фиксирует приблизительную будущую цену продажи, тем самым ограничивая риск в результате последующих колебаний цены.

Хеджер *(hedger)* — участник рынка, открывающий позицию для уменьшения ценового риска. Позиция хеджера точно противоположна позиции спекулянта, который идет на риск при открытии позиции, рассчитывая заработать на предполагаемом движении цены.

Чтец ленты *(tape reader)* — трейдер, пытающийся предсказать будущее направление рынка, внимательно отслеживая поток ценовых котировок и сопровождающих их объемов торгов.

Шип *(spike)* — ценовой максимум (минимум), который значительно выше (ниже) максимумов (минимумов) предыдущих и последующих дней. Шипы представляют, по меньшей мере, временную кульминацию покупки (продажи) и могут иногда оказываться важными максимумами или минимумами.

Яма *(pit)* — место, где торгуют фьючерсными контрактами в операционном зале биржи. Иногда также называется кольцом.

Slippage — см. Проскальзывание.