

Майкл Ковел
Биржевая торговля по трендам
Как заработать, наблюдая тенденции рынка



Майкл Ковел

Биржевая торговля по трендам

Как заработать, наблюдая тенденции рынка

Для всех тех инвесторов и трейдеров, которые хотели бы делать всё по-другому и сейчас нуждаются в озарении.

Предисловие

Требуются участники для рискованного путешествия. Маленький заработок. Суровые морозы. Долгие месяцы полной темноты. Постоянная опасность. Благополучное возвращение под вопросом. Почет и признание – в случае успеха. [1]

Эта книга – результат 8-летнего «рискованного путешествия» за правдой о стратегии следования рыночному тренду. Она заполняет тот пробел на рынке литературы по финансам и трейдингу, где отсутствует любая информация, даже, если на то пошло, практически любое упоминание о том, что мы считаем лучшей стратегией для стабильного получения прибыли. Эта стратегия известна как **торговля по тренду**, или **следование тренду**.

Рассмотрим составные части термина «следование тренду» по отдельности. Одна из них – «тренд». Каждому трейдеру, для того чтобы заработать деньги, необходим тренд. Если вы задумаетесь над этим, то поймете, что вне зависимости от используемой вами техники торговли, когда на рынке нет тренда, следуя которому вы покупаете, вы не сможете продать актив позже по более высокой цене... «Следование» – другая часть термина. Мы используем это слово, поскольку торгующие по тренду всегда сначала дожидаются возникновения тренда, а затем следуют ему [2].

Следование тренду предполагает получение прибыли на протяжении большей части восходящего или нисходящего тренда. Торговля осуществляется на рынках основных видов активов – акций, облигаций, валюты и товаров. Как бы ни были просты базовые принципы следования тренду, они часто понимаются неправильно. Мы хотим исправить такое положение дел, для чего отчасти и предприняли наше исследование. Для достижения максимальной объективности наша работа опирается на следующие доступные данные:

- Ежемесячная динамика доходности трейдеров, торгующих по тренду.
- Опубликованные высказывания и комментарии торгующих по тренду за последние 30 лет.
- Сообщения в СМИ о финансовых катастрофах.
- Сообщения в СМИ о пострадавших в этих финансовых катастрофах.
- Графики и таблицы, иллюстрирующие динамику цен на рынках, где торговали трейдеры, следующие тренду.
- Графики и таблицы, иллюстрирующие динамику цен на рынках, где торговали

пострадавшие в финансовых катастрофах.

Если бы можно было создать книгу, состоящую лишь из цифр, графиков, таблиц и диаграмм, иллюстрирующих доходность стратегии следования тренду, мы бы так и сделали. Однако в отсутствие всяких объяснений мало кто из читателей оценил бы все, что вытекает из представленных данных. Поэтому при написании своей книги мы использовали подход, подобный описанному Джимом Коллинзом в книге «От хорошего к великому», при котором группа исследователей формулировала вопросы, собирала данные в процессе не ограниченного никакими условиями поиска ответов на них, а затем энергично их обсуждала.

Трейдерами, торгующими по тренду, деятельность которых мы изучали, составляют своего рода тайное сообщество относительно малоизвестных участников рынка, которых, не считая эпизодических статей, пресса, придерживающаяся господствующего направления, практически игнорирует. Что мы попытались сделать – так это впервые приподнять завесу тайны над этими чрезвычайно успешными трейдерами, рассказать, как они торгуют и какие уроки можно извлечь из их подхода к трейдингу, чтобы, возможно, затем применить полученные знания к нашим собственным портфелям.

«Следование тренду» ставит под сомнение многие общепринятые взгляды на успешный трейдинг. Мы намеренно избегали влияния знаний, источником которых является Уолл-стрит, возводящая их в статус догмы. Мы подвергали жесткой критике консервативные, закостеневшие взгляды. В ходе нашего исследования мы стремились избегать исходить из какой-либо предпосылки, а затем искать данные для ее подтверждения. Вместо этого мы задавали вопрос, а затем упорно и не спеша занимались поиском объективного ответа на него.

Если существовала единственная причина, побуждающая нас работать таким образом, то это было простое любопытство. Чем больше мы открывали для себя нового о торгующих по тренду, тем сильнее нам хотелось узнать еще. Например, еще раньше нас интересовало, кто выиграл от банкротства *Barings Bank* в 1995 г. В результате наших поисков мы раздобыли все данные о том, кто и сколько заработал на банкротстве *Barings Bank*, в том числе и о таком торговце по тренду, как Джон Генри (сегодняшний основной владелец бейсбольной команды *Boston Red Socks*). Данные о динамике его доходности породили новые вопросы, а именно: «Как он пришел к следованию тренду?» и «Изменился ли сколько-нибудь заметно его подход за последние 20 лет?».

Нам также было любопытно, кому достался убыток, понесенный *Long Term Capital Management* в августе и сентябре 1998 г. в размере \$1, 9 млрд. Мы хотели узнать, почему крупнейшие банки Уолл-стрит инвестируют сотни миллиардов долларов в модель опционного ценообразования, если не принимать во внимание факт присуждения ее авторам Нобелевской премии. Далее, рассматривая потери паевых инвестиционных фондов за последние несколько лет и прибыль успешных трейдеров, торгующих по тренду, за тот же период, мы не могли понять, почему так мало инвесторов хоть что-то знают о стратегии следования тренду. Нас также заинтересовало следующее:

- Как торгующие по тренду побеждают в игре с нулевой суммой?

- Почему следование тренду является наиболее прибыльным стилем торговли?
- Какова философская основа успеха торгующих по тренду?
- В чем заключаются непреходящие принципы следования тренду?
- Каким видится глобальное поведение рынка с точки зрения следования тренду?
- Каковы причины того, что следование тренду в течение долгих лет продолжает оставаться эффективным?

Многие торгующие по тренду трейдеры, участвовавшие в нашем исследовании, замкнутые и крайне сдержанные люди. Некоторые из них сами открыли для себя следование тренду и использовали его, чтобы сделать состояние, сидя за своими домашними компьютерами. Билл Данн, успешный трейдер, торгующий по тренду и получающий прибыль на рынке вот уже более 25 лет, работает в тихом офисе со спартанской обстановкой в приморском городке штата Флорида. Для Уолл-стрит такой подход к трейдингу равносителен святотатству. Это идет вразрез со всеми обычаями, ритуалами, внешними атрибутами и мифами, которые мы с детства привыкли ассоциировать с успехом на Уолл-стрит. На самом деле мы надеемся на то, что приведенные в книге краткие очерки о торгующих по тренду трейдерах исправят господствующее в обществе заблуждение о том, что успешный трейдер – это фанатичный трудоголик, вечно выжатый как лимон, который проводит круглые сутки без выходных в офисных лабиринтах трейдерской компании на Уолл-стрит, окруженный мониторами и постоянно кричащий что-то в телефонную трубку.

Мы представили лишь первичный общий обзор следования тренду, поэтому данная книга не является ни обучающим курсом, ни единственным информационным ресурсом, которым следует ограничиться. Она должна использоваться в сочетании с нашим интернет-сайтом www.trendfollowing.com. Мы старались сделать определения исчерпывающими, однако если мы упоминаем незнакомое для вас слово, имя или ссылку на источник, о котором вы ничего не слышали, пожалуйста, обратитесь к поисковой системе *Google* (www.google.com).

Мы постарались сделать материал доступным и достаточно интересным, чтобы при его чтении вы чувствовали, что к вам приходит понимание тех или иных вопросов. Однако если вы хотите узнать секреты трейдинга, вам нужно поискать их где-нибудь в другом месте. Здесь их нет. Если вы настроены взглянуть «изнутри» на типичную компанию Уолл-стрит или хотите послушать рассказы о том, как алчные трейдеры сеют семена разрушения, как это описано в «Шайке воров с Уолл-стрит» или «Варварах у ворот», вы будете разочарованы.

Вы, должно быть, обратили внимание, что я использую слово «мы» вместо «я». Это связано с тем, что книга не была бы написана, если бы не великодушная помощь трейдеров, профессоров, инвесторов, коллег и друзей, которые любезно поделились со мной своими знаниями и опытом. Без их поддержки, упорного труда, потраченного времени и творческого вдохновения «Следование тренду» так бы до сих пор и осталось рискованным путешествием. Так что если кто и заслуживает почета и признания, так это все, кто принимал участие в этой работе, а не только человек, чье имя обозначено на обложке книги.

Благодарности

Мне очень приятно отдать должное трейдерам, коллегам, наставникам, авторам работ в области финансов и друзьям, которые внесли прямой и косвенный вклад в создание первого, а также расширенного и дополненного изданий книги.

Джастин Вандергрифт и Уильям Ноэль III заслуживают отдельного упоминания. Они были главными участниками нашей первой исследовательской команды при создании «Следования тренду». Книга не была бы написана без проделанной ими трудоемкой работы.

Я также хотел бы выразить особую благодарность следующим трейдерам: Эду Сейкоте, Биллу Данну, Дэниэлу Данну, Марку Рцепчински, Пьеру Тюлье, Джейсону Расселу, Изену Кэтиру, Джонатану Хенигу и Полу Малвени, которые великодушно предоставили свои комментарии в условиях жестких сроков сдачи книги. Я также благодарен Мартину Берджину из *Dunn Capital Management* за то, что он познакомил меня с Биллом Данном.

Также хотелось бы отметить поддержку Чарльза Фолкнера. Он поделился своим энтузиазмом и, что самое главное, своим временем, читая и критикуя многочисленные черновики работы.

Кроме того, я хотел бы поблагодарить Питера Бориша из *Twinfields Capital*, Билла Миллера из *Legg Mason*, Майкла Мобуссина из *Legg Mason*, Ричарда Криппса из *Legg Mason*, Дэвида Хардинга из *Winton Capital*, Уильяма Фанга из *PI Asset Management*, Тоби Крэйбла из *Crabel Capital*, Гранта Смита из *Millburn Corporation*, Салема Абрахама из *Abraham Trading*, Марка Абрахама из *Quantitative Capital Management*, Бернарда Дрери из *Drury Capital*, Ларри Хайта из *Hite Capital Management*, Майкла Кларка из *Clarke Capital Management*, Марка Розенберга из *SSARIS Advisors, LLC*, Джона Сандта из *Altegris*, Кристиана Баха из *Superfund*, Дэвида Бича из *Beach Capital* и Алехандро Кнепффлера из *Cipher Investment Management* за то, что они великодушно уделяли мне свое личное время и высказывали свои мнения на протяжении 2004–2005 гг. Я хотел бы выразить особую благодарность Джерри Паркеру из *Chesapeake Capital* за ответы на заданные мной вопросы.

Селия Штраус была моим лучшим помощником во время написания книги. Ее усилия неоценимы. Джерри Маллинз, Молли Элтон Маллинз, Бенева Шульте, Уизерс Харли, Элизабет Эллен, Джастис Литл, Барри Ритхольц, Марк Ростенко, Том Роллингер, Артур Мэддок, Бретт Стинбаргер и Боб Спир также внесли ценный вклад в работу. А благодаря Нине Трэн у меня появилось столь необходимое мне вдохновение для создания расширенного и дополненного издания.

На протяжении долгих лет исследования я регулярно использовал трейдерские знания и опыт Джона Генри, Джонатана Крэйвена, Марка Холи, Джона Хоада, Шона Джордана, Кэрол Кауфман, Джейн Мартин, Лео Меламеда, Ларри Моллнера, Кима Хантера, Гиббонса Берка, Чака Лебо и Леона Роуза. Я также выражаю искреннюю благодарность Оливеру Элликеру, Джеймсу Элтучеру, Джеральду Эппелу, хедж-фонду *Aspect Capital*, Хантеру Болдуину, Тому Бассо, Джону Бойку, Бобу Бруксу, Уэйдю Брорсену, Урсуле Бургер, Джейку Каррикеру, Селесте Кэйв, Арту Коллинзу, Кори Колвину, Алану Комо, Ларри Коннорсу, Чипу Демпси, Тиму Демпси, Рольфу Добелли,

Эдварду Добсону, Дэвиду Долаку, Вуди Дорси, Дэвиду Дразу, Патрику Дайессу, Стивену Экетту, Уильяму Экхардту, Марку Фэйберу, Марку Фицсиммонсу, Эдду Фостеру, Нельсону Фрибургу, Мицуру Фурукаве, Дэйву Гудбою, Джайанти Гопалакришнан, Стефании Хааз, Скотту Хиксу, Джеймсу Хольтеру, Скотту Худеку, Роберту (Баки) Исааксону, Кристиану Джанду, Мэри Энн Кили, Эдди Квонгу, Питу Кайлу, Эрику Лэйнгу, Элине Маневич, Биллу Манну, Йону Маркмену, Майклу Мартину, Джону Модлину, Тимоти Маккэнну, Лиззи Маклуглин, Джеймсу Монтьеру, Джорджии Наку, Питеру Наварро, Гейлу Остину, Майклу Пензнеру, Бобу Пардо, Барону Робертсону, Джиму Роджерсу, Мюррею Руджиеро, Майклу Сенеадзе, Такааки Сера, Тому Шенксу, Говарду Саймонзу, Барри Симзу, Аарону Смиту, Майклу Стефани, Ричарду Штраусу, Нассиму Николасу Талебу, Стивену Тобу, Кену Тауэру, Кену Тропину, Томоко Учияме, Томасу Висиану мл., Роберту Уэббу, Кейт Уэллинг, Коулу Уилкоксу, Гэбриэл Уиздом, Brentу Вуду и Патрику Янгу за все их усилия и поддержку на протяжении 2004–2005 гг.

Также хочу сказать спасибо следующим авторам и изданиям, великодушно позволившим воспользоваться цитатами из их публикаций: Солу Уэксмену и *Barclay Managed Futures Report, Futures Magazine, Managed Account Reports*, Майклу Раллу из *Graham Capital Management* и *Technical Analysis of Stocks and Commodities Magazine*.

Я также признателен следующим авторам, чьи работы неизменно остаются кладезями полезной информации и освещают самую суть затрагиваемых проблем. Это Мортон Баратц, Питер Бернштейн, Клейтон Кристенсен, Джим Коллинз, Джей Форрестер, Том Фридмен, Герд Гигеренцер, Дэниэл Гоулмен, Стивен Джей Гулд, Алан Гринберг, Ларри Харрис, Роберт Коппел, Эдвин Лефевр, Майкл Льюис, Джесс Ливермор, Роджер Лоуэнштейн, Людвиг фон Мизес, Луи Пельтц, Эйн Рэнд, Джек Швагер, Дениз Шекерджиян, Роберт Шиллер, Ван Сарп, Эдвард Сорп, Питер Тодд, Бренда Уеланд и Диксон Уоттс.

Эта книга вышла в свет лишь благодаря издательскому руководству Джима Бойда из *Financial Times Prentice Hall*, равно как и компетентной помощи и внимательному отношению ко всем деталям со стороны литературного редактора Денниса Хигби. Я также хотел бы поблагодарить Донну Каллен-Дольче, Лайзу Ярковски, Кристи Харт, Сару Кернс, Джину Кэнуз, Джима Шахтерля, Люси Питермарк и Пабло Рендину за их критические замечания. Я особенно признателен Полу Донелли из *Oxford University Press*, увидевшему потенциал в моем первом предложении. И огромное спасибо Лизе Берковиц за то, что благодаря ей «все это» свершилось.

Майкл Ковел Ноябрь 2005 г.

Часть I

Глава 1 Следование тренду

Спекуляция осуществляется в условиях неопределенного будущего. Каждое человеческое действие представляет собой спекуляцию в данный конкретный момент в потоке времени.

– Людвиг фон Мизес [3]

Рынок

Рынок – это просто место, где для торговли и обмена товарами собираются продавцы и покупатели, побуждаемые к покупке и продаже самыми различными причинами. Рынок играет существенную роль во взаимодействии финансового и реального секторов экономики. Нью-Йоркская фондовая биржа и Система автоматической котировки Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (более известная как *NASDAQ*) – это два примера таких рынков. Существуют также фьючерсные биржи, такие как Чикагская торговая палата или Чикагская товарная биржа. Все эти биржи представляют собой рынки, где торгующие по тренду трейдеры осуществляют покупки и продажи.

Рынки способны определять цену, на которую опираются как на факт и покупатели, и продавцы. Людвиг фон Мизес, знаменитый австрийский экономист, писал:

«Главная сущность цен заключается в том, что они являются “побочным продуктом” действий отдельных индивидов и их групп, руководствующихся своими личными целями. Биржевая концепция обменных курсов и цен исключает любое влияние со стороны централизованной власти или людей, прибегающих к насилию и угрозам от имени общества или государства, или давление со стороны вооруженной группы. Утверждая, что государство не должно вмешиваться в определение цен, мы не выходим за границы логического мышления. Государство настолько же хорошо способно управлять ценами, насколько гусыня способна откладывать куриные яйца».

[4]

Успехи и неудачи

На фоне корпоративных и рыночных скандалов последних лет становится понятно, почему широкая публика отождествляет успех с нечестными действиями на рынке. Тем не менее есть законопослушные мужчины и женщины, занимающиеся трейдингом самым честным образом и год за годом получающие при этом впечатляющую прибыль. Мы предлагаем вам изучить их рыночную философию и стратегии, чтобы понять, чем объясняется их успех. Ознакомьтесь с их убеждениями и самооощением, чтобы понять, что заставляет их оставаться честными. Однако прежде, чем мы рассмотрим взгляды других людей, хотелось бы, чтобы вы уделите немного времени своим собственным. Каков ваш подход к инвестированию?

Например, подходит ли вам описанная ниже ситуация? В конце 1990-х гг., как раз в то время, когда вы прекрасно себя чувствовали, имея более высокий уровень благосостояния, лопнул фондовый пузырь доткомов [5], и ко времени окончания спада вы потеряли значительную сумму денег. Вы были злы на аналитиков, экспертов, брокеров и финансовых менеджеров, советами которых воспользовались. Вы не сделали ничего плохого, лишь следовали их рекомендациям. Теперь же вы сомневаетесь в том, что когда-либо достигните своих целей в инвестировании. Вы держитесь за инвестиции, которые у вас остались, в надежде на то, что в конечном итоге произойдет перелом рыночных тенденций, однако решение о том, как распорядиться вашими средствами, теперь дается вам с трудом. Вы все еще верите в то, что нужно покупать, когда цены находятся на минимальном уровне. Вообще вас начали посещать мысли о том, что если что и необходимо по-настоящему для успеха на рынке, так это лишь слепая Фортуна.

Или же, возможно, ваше восприятие мира финансов таково: да, конечно, вы потеряли некоторую сумму на «медвежьем» рынке, но, зарабатывая или теряя деньги, вы наслаждаетесь захватывающим процессом инвестирования в ценные бумаги в надежде получить прибыль. Инвестирование для вас – развлечение. К тому же вам нравится хвалиться вашими инвестициями, чтобы добиться восхищения окружающих. Вы знаете, что вы можете быть подавлены и сердиты в случае неудачи, однако в случае успеха вы – на седьмом небе. Это потрясающий эмоциональный подъем. Поскольку вашей главной целью при инвестировании является получение прибыли в краткосрочном периоде, вы собираетесь и в дальнейшем продолжать следовать вашей привычной стратегии «медведя» или «быка». В конце концов, однажды при торговле на основе «информации из первых рук» это принесло вам неплохой доход.

Но существует гораздо лучший взгляд на инвестирование. Как вам такая перспектива? Ваш метод объективен и рационален. Вы достаточно уверены в своем собственном подходе к принятию решений, чтобы не искать дополнительных внешних рекомендаций для инвестирования. Вас вполне устраивает терпеливое ожидание подходящей возможности. В то же время вы никогда не бываете настолько самоуверенны, чтобы покупать ценные бумаги, курс которых превысил исторический максимум. Возможности покупки для вас обычно возникают в моменты ценовых «пробоев». И наоборот, когда вы видите, что ошибаетесь, немедленно уходите с рынка. Вы воспринимаете потери как возможность извлечь урок и двигаться дальше. К чему заикливаться на прошлом? Вы рассматриваете трейдинг как бизнес, ведя учет тому, что вы покупаете и продаете, в такой же деловой манере, как сальдируете баланс вашей чековой книжки. Не привнося ничего личного в ваши решения в сфере трейдинга, вы способны с удовольствием ожидать подходящего момента для их принятия.

Какой разительный контраст между этими точками зрения. Первая из них характеризует потенциального неудачника, последняя – потенциального победителя. Не торопитесь выбрать подход победителя, пока не поймете, какие последствия влечет за собой такой выбор. В то же время мы надеемся, что «Следование тренду» вдохновит вас вступить на этот путь и идти по нему:

«Спекуляция с целью получения прибыли – движущая сила рынка» (Людвиг фон

Мизес) [6].

Инвестор или спекулянт: каков ваш взгляд на мир?

Кем вы считаете себя – инвестором или спекулянтом? Большинство людей воспринимает себя как инвесторов. Однако если бы вы узнали, что наиболее успешные игроки на рынке называют себя спекулянтами, разве вам не интересно было бы разобраться, почему? Просто поймите: они не инвестируют, а спекулируют.

Инвесторы вкладывают свои деньги или капитал на рынках, таких, например, как рынки ценных бумаг или недвижимости, исходя из допущения, что стоимость инвестированных средств возрастет с течением времени. По мере увеличения стоимости то же происходит и с «инвестицией» этого игрока. У инвесторов обычно отсутствует какой-либо план действий на случай снижения стоимости вложенных средств. Они держатся за свои инвестиции в надежде, что они вновь окупятся и стоимость опять начнет расти. Инвесторы, как правило, преуспевают на «бычьих» рынках и терпят убытки на «медвежьих».

Это происходит потому, что инвесторы ожидают «медвежьих», или понижательных, тенденций на рынках со страхом и трепетом и поэтому не в состоянии спланировать свои действия на случай потерь. Они предпочитают строго придерживаться выбранной стратегии и из-за этого продолжают нести убытки. Они имеют некоторое представление о том, что другой подход к потерям требует более сложных типов торговых сделок, таких как «открытие короткой позиции», о которых они знают очень мало и не стремятся узнать больше. В условиях постоянного давления со стороны общественного мнения, трактующего инвестирование как «хорошее» и «надежное» занятие, а спекуляции – как «плохое» и «рискованное», люди неохотно ассоциируют себя со спекулянтами и даже не пытаются понять, что представляет собой процесс спекуляции в качестве противоположности инвестированию.

Спекулянт имеет четкий план, или стратегию, вложения капитала на рынке с единственной целью – получение прибыли. Спекулянтам безразлично, чем они владеют или что продают, пока они получают в итоге больше денег, чем первоначально вложили. Они ни во что не инвестируют. Они спекулируют. Это важное отличие.

Том Бассо, давно торгующий по тренду, часто повторяет, что человек является спекулянтом вне зависимости от того, торгует ли он в настоящее время. Некоторые полагают, что они должны ежедневно осуществлять транзакции на рынке, чтобы считаться спекулянтами. Однако то, что делает человека спекулянтом, в большей степени связано с его мировоззрением, нежели собственно с торговлей. Например, торгующему по тренду свойственно терпение. Подобно африканскому льву, несколько дней ожидающему подходящего момента для нападения на ничего не подозревающую жертву, торгующий по тренду способен ожидать подходящего случая неделями или месяцами.

В идеале спекулянты открывают короткие позиции так же часто, как и длинные, что дает им возможность зарабатывать как на растущих, так и на падающих рынках. Тем не менее большинство так называемых спекулянтов не хотят или не могут занимать короткие позиции. Они, подобно инвесторам, отвергают идею получения прибыли во время рыночных спадов. Надеемся, что после прочтения этой книги

исчезнут растерянность и сомнения, связанные с получением дохода в условиях падения цен на рынках.

Фундаментальный или технический анализ: к какому типу трейдеров вы относитесь?

Существуют две основные теоретические основы трейдинга. Первая – это фундаментальный анализ, изучение внешних факторов, оказывающих влияние на спрос и предложение на конкретном рынке. В фундаментальном анализе рассматриваются такие факторы, как погода, государственная политика, внутренние и внешние политические и экономические события, соотношение цены и прибыли на акцию, а также балансовые отчеты компаний. Предполагается, что, отслеживая факторы, воздействующие на спрос и предложение, или «фундаментальные» для данного конкретного рынка, можно предвидеть изменения тенденций на рынке прежде, чем они будут отражены в рыночной цене.

Подавляющее большинство финансистов Уолл-стрит являются сторонниками теории фундаментального анализа. Это академики, брокеры и аналитики, которые благосклонно отзывались о «новой экономике» и предсказывали бесконечный рост курсов акций доткомовских компаний, опираясь на огромное количество прогнозов, основанных на фундаментальном анализе. Миллионы людей поверили в нарисованные ими радужные перспективы и способствовали дальнейшему раздуванию фондового пузыря доткомов, не имея плана ухода с рынка на случай, если пузырь лопнет.

Изменил ли кто-нибудь свои инвестиционные стратегии или людям все еще необходимо ежедневно сверяться с прогнозами, построенными при помощи фундаментального анализа? О том, что ничего не изменилось, свидетельствует комментарий в *Yahoo! Finance*, описывающий один день трейдинга на падающем рынке 2003 г.: «День начался неплохо, но к его окончанию стало ясно, что это четвертый день неуклонного падения курсов ценных бумаг... сначала цены росли, что явилось прежде всего продолжением скачка, произошедшего в понедельник днем. но в продолжение дня рынки не обнаружили ни малейшей повышательной тенденции, и, наконец, рынок обрушился. Толчком к этому на этот раз, как было объявлено, послужила слабость доллара, даже несмотря на то, что в начале дня курс доллара также находился на низком уровне, в то время как курсы акций росли. кроме того, цены на нефть неожиданно повысились, чему способствовали выдающие желаемое за действительное заявления венесуэльского чиновника о решении ОПЕК снизить объемы добычи. едва ли имеет значение, были ли эти факторы лишь предлогом для продажи или же действительно восприняты как фундаментальные. равновесие на рынке довольно хрупкое, и аналитики все сильнее опасаются более существенной коррекции. случившееся на закрытии быстрое снижение значений индикаторов не помогло. корпоративные новости в целом были благоприятными. *Home Depot* (HD 34.95-0.52) представила отличный отчет о прибылях и убытках, но ранее возросший курс акций компании вновь упал. *Agilent* (A 27.77) также показала хорошую прибыль. *Merril Lynch* рекомендовала покупать ценные бумаги *General Electric* (GE 28.44 + 0.63)».

Миллионы читателей все еще ежедневно заходят на сайт *Yahoo! Finance*, так что от их имени зададим следующие вопросы:

- Чем плохи четыре дня падения рынка, если у вас короткая позиция?
- Каково точное определение термина «скачок цен»?
- Каково точное определение термина «повышательная тенденция»?
- Кто объявил слабость доллара толчком к понижению цен и как это было сделано?
 - Каково точное определение термина «хрупкое равновесие на рынке»?
 - Что означает выражение «корпоративные новости в целом были благоприятные»?
 - Как фундаментальный анализ объясняет тот факт, что *Home Depot* показала хорошую прибыль, но курс ее акций упал?
 - *Merril Lynch* рекомендовала покупать ценные бумаги *GE*. Будет ли когда-нибудь рекомендовано их продавать? Сколько, по мнению *Merril Lynch*, ценных бумаг *GE* мы должны купить?

Где факты в комментариях *Yahoo!*? Где объективность? Один из величайших торгующих по тренду трейдеров Эд Сейкота с присущим ему чувством юмора иронизирует на тему фундаментального анализа:

«Однажды вечером, ужиная с одним сторонником фундаментального анализа, я случайно смахнул с края стола острый нож. Он наблюдал, как нож падал, вращаясь в воздухе, пока наконец не вонзился острым концом в его ботинок. “Почему ты не убрал ногу?” – воскликнул я. “Я ожидал, что он снова начнет подниматься вверх”, – ответил он» [7].

Не правда ли, все мы знаем инвесторов, ожидающих, пока «их» рынок снова начнет расти? На домашней веб-странице *Motley Fool* можно ознакомиться с историей о том, как безрассудно полностью полагаться на фундаментальный анализ:

«Все началось с шоколадного пудинга. В детстве братья Дэвид и Том Гарднеры узнали о ценных бумагах и мире бизнеса от своего отца. Дело происходило в супермаркете. Отец, юрист и экономист, сказал: “Видите этот пудинг? Мы владеем компанией, которая его производит. Каждый раз, когда кто-то покупает этот пудинг, это хорошо для нашей компании. Поэтому пойдите и возьмите еще!” Урок был усвоен» [8].

История Дэвида и Тома Гарднеров о пудинге, возможно, остроумна, но в ней недостает информации. Их план показывает, как войти на рынок, но он не содержит информации о том, как сбыть пудинговый актив или в каком количестве его нужно приобрести. К сожалению, многие люди считают, что эта простая история – хороший пример стратегии получения прибыли.

Вторая теория, технический анализ, резко контрастирует с теорией фундаментального анализа. Ее подход основан на утверждении, что в любой момент времени рыночные цены отражают все существующие факторы, влияющие на спрос и предложение на конкретном рынке. Вместо того чтобы оценивать фундаментальные факторы, внешние по отношению к рынку, технический анализ рассматривает рыночные цены. Трейдеры, придерживающиеся этой теории, полагают, что тщательный анализ динамики цен на протяжении дня является эффективным средством, дающим возможность заработать на ценовых трендах.

Вот здесь-то технический анализ и становится сложен для понимания. В

сущности, есть два способа технического анализа. Один из них основан на способности «читать» биржевые графики и использовать «индикаторы», позволяющие предугадать направление развития рынка. Эти так называемые технические трейдеры применяют методы, разработанные для предвидения рыночной динамики. Вот замечательный пример взгляда на прогнозирование в рамках теории технического анализа:

«Я часто слышу, как люди клянутся, что получают прибыль, применяя технический анализ. Так ли это на самом деле? Ответ, разумеется, положительный. Люди зарабатывают деньги, используя всевозможные стратегии, в некоторых из которых фигурируют чайные листья и солнечные пятна. Вопрос в другом: получают ли они больший доход, чем если бы инвестировали в индексный фонд, повторяющий движение рынка в целом? Многие ученые – эксперты в области финансов в той или иной степени поддерживают неэкстраполяционную теорию движения цен [9] и убеждены, что технический анализ практически неотличим от псевдонауки, прогнозы которой либо совершенно бесполезны, либо, в лучшем случае, настолько едва заметно лучше случайности, что непригодны для применения из-за транзакционных издержек» [10].

Таким предстает технический анализ в видении большинства, т.е. некоей разновидностью суеверия, наподобие астрологии. Технический прогноз – единственная форма применения технического анализа, о которой известно большинству финансистов Уолл-стрит; как показало исследование капитала, проведенное *Credit Suisse First Boston*:

«Вопрос о том, эффективен ли технический анализ, более трех десятилетий является предметом дискуссий. Можно ли на основе информации о ценах в предыдущих периодах спрогнозировать динамику рынка в будущем?» [11]

Однако существует еще одна разновидность технического анализа, где не применяются предсказания и прогнозы. Она основана на ценах. Торгующие по тренду образуют группу трейдеров, использующих данный тип технического анализа. Вместо того чтобы пытаться предугадать динамику рыночной конъюнктуры, их стратегия предполагает ответную реакцию на любые движения рынка, когда бы они ни происходили. Торгующие по тренду откликаются на уже случившиеся события, а не прогнозируют будущее. В своих стратегиях они стремятся придерживаться правил трейдинга с опорой на статистические методы. Это дает им возможность сосредоточиться на событиях, происходящих на рынке, и не допускать влияния эмоций на свои действия.

Тем не менее благодаря анализу цен торгующие по тренду никогда не входят на рынок в момент достижения трендом низшей точки и не выходят на его пике. Кроме того, при применении ценового анализа им не нужно торговать каждый день. Торгующие по тренду терпеливо ожидают подходящих рыночных условий, вместо того чтобы форсировать события. Наконец, при использовании анализа цен не ставится цель достижения плановой доходности. Так, например, некоторые трейдеры могут применять стратегию, согласно которой они должны заработать, скажем, \$400 в день. Торгующие по тренду могут задать им вопрос:

«Замечательно, но что, если в некий конкретный день на рынках не будет движения цен?»

Один из торгующих по тренду резюмировал данную проблему: «Я не смог бы изучить двадцать рынков, применяя фундаментальный анализ, и получить при этом прибыль. Одна из причин, по которой это [следование тренду] действует, заключается в том, что вы не пытаетесь перехитрить тренд. Вы следуете за трендом, а не прогнозируете его» [12].

Дискреционный и механический подходы: как вы принимаете решения?

Мы уже пришли к выводу, что можно быть инвестором или спекулянтom. Мы установили, что трейдинг может опираться на фундаментальный или технический анализ. Кроме того, в основе трейдинга с использованием технического анализа могут лежать прогнозы или ответная реакция. Также мы выяснили, что торгующие по тренду – это трейдеры, применяющие технический подход, основанный на ответной реакции на события рынка и опирающийся на анализ цен. Тем не менее внутри этой группы есть еще один отличительный признак. Трейдеры могут использовать дискреционный или механический подходы.

Джон Генри, один из лучших трейдеров, торгующих по тренду в течение последних 20 лет, считает важным, чтобы клиенты были знакомы с его подходом, и проводит четкую границу между двумя вышеназванными стратегиями:

«По мнению *JWH*, инвестиционная стратегия может быть ровно настолько успешна, насколько неуклонно менеджер следует установленному регламенту в условиях неблагоприятной рыночной среды. В отличие от трейдеров, применяющих дискреционный подход, на решения которых могут оказывать влияние личные предпочтения, *JWH* использует в работе регламентированный инвестиционный процесс» [13].

Говоря о влиянии личных предпочтений, Генри имеет в виду бесчисленное количество трейдеров, чьи решения о продаже и покупке базируются на накопленных знаниях о рынке, на своем в и дении текущей рыночной конъюнктуры или же любых других факторах. Другими словами, они действуют по своему усмотрению, поэтому их подход к трейдингу и получил название «дискреционный» [14].

Решения, принятые «по усмотрению» трейдера, субъективны и могут быть изменены или пересмотрены впоследствии. Нет твердой уверенности в том, что эти дискреционные решения основаны на реальных фактах и не окрашены личным восприятием трейдера. Разумеется, первоначальный выбор трейдером торговой системы является дискреционным. Вы неизбежно используете дискреционный подход, принимая такие решения, как выбор торговой системы, определение состава инвестиционного портфеля и выбор допустимого уровня риска. Однако, как только вы определили базовые параметры, вы можете систематизировать дискреционные решения и с этого момента положиться на механическую торговую систему.

Данный подход, используемый трейдерами, торгующими по тренду, опирается на набор объективных, автоматизированных правил. Эти правила обусловлены видением рынка, или рыночной философией этих трейдеров. Они строго следуют этим правилам торговли (зачастую создавая на их основе компьютерные программы), определяя моменты входа в рынок и выхода из него. Механическая торговая система облегчает жизнь, позволяя устранить эмоции и заставляя вас следовать правилам. Она усиливает торговую дисциплинированность. Если вы не будете соблюдать ваши собственные

правила, зафиксированные в механической торговой системе, вы можете разориться.

Джон Генри обращает внимание на обратную сторону дискреционного трейдинга:

«В отличие от трейдеров, применяющих дискреционный подход, на решения которых могут оказывать влияние личные предпочтения, *JWH* использует в работе регламентированный инвестиционный процесс. Применяя количественную оценку обстоятельств, в которых принимаются ключевые инвестиционные решения, методология *JWH* предлагает инвесторам последовательный подход к рынку, не подверженный влиянию личных суждений» [15].

Требование невозможности привнесения в принятие трейдерского решения даже небольшой доли личного суждения кажется довольно строгим, не правда ли? В конце концов, в чем же «прикол», если все, что вам нужно делать, – это лишь следовать механической модели? Но следование тренду – это не «прикол». Это успех. Директор по исследованиям *Campbell and Company*, одной из старейших и наиболее успешных компаний, торгующих по тренду, твердо стоит на позиции отрицания дискреционности:

«Одна из наших сильных сторон – это следование нашим моделям и исключение дискреционности. Это незыблемая заповедь в *Campbell*» [16].

Вы убедитесь в том, что, подобно директору по исследованиям *Campbell*, торгующие по тренду тщательно и осторожно подбирают слова. Мы выявили совсем немного примеров случаев, когда их слова не отражали реальной картины доходности их торговли, что вселяет энтузиазм.

Стратегия, неподвластная времени

Концепция следования тренду не нова. Эту стратегию просто время от времени заново открывает для себя новое поколение трейдеров. Салем Абрахам, торгующий по тренду, начал изучение рынков с нехитрого вопроса: кто получает прибыль? Ответ был: торгующие по тренду – и это стало отправной точкой его пути [17].

Мало кто прошел этот путь вместе с Салемом Абрахамом. Во время доткомовской эры конца 1990-х гг. так много инвесторов и трейдеров при почти полном отсутствии какой-либо стратегии получали столь значительный доход, что торгующие по тренду исчезли из поля зрения, затерявшись в этой толпе, хотя они также продолжали получать прибыль.

Поскольку следование тренду не имеет никакого отношения к краткосрочному трейдингу, новейшим технологиям или «Святому Граалю» Уолл-стрит, привлекательность данной стратегии была невелика во время раздувания биржевого пузыря. В условиях, когда инвесторы могли воспользоваться успехами практически любого управляющего хеджевого фонда, торгующего «исключительно в долгосрочном периоде», или извлечь прибыль самостоятельно, для чего достаточно было лишь приобрести акции интернет-компаний и удерживать их, у них не было никакой необходимости в использовании такой стратегии, как «следование тренду».

Тем не менее, если мы посмотрим, сколько денег заработали торгующие по тренду с тех пор, как пузырь лопнул, следование тренду представляется куда более уместным. На графике 1.1 показана сравнительная динамика гипотетического индекса трех следующих за долгосрочным трендом компаний и фондового индекса *S&P*. На

графике представлен агрегированный индекс, в котором в равных долях присутствуют *Dunn Capital Management, Campbell and Co.* и *John W. Henry and Co.*

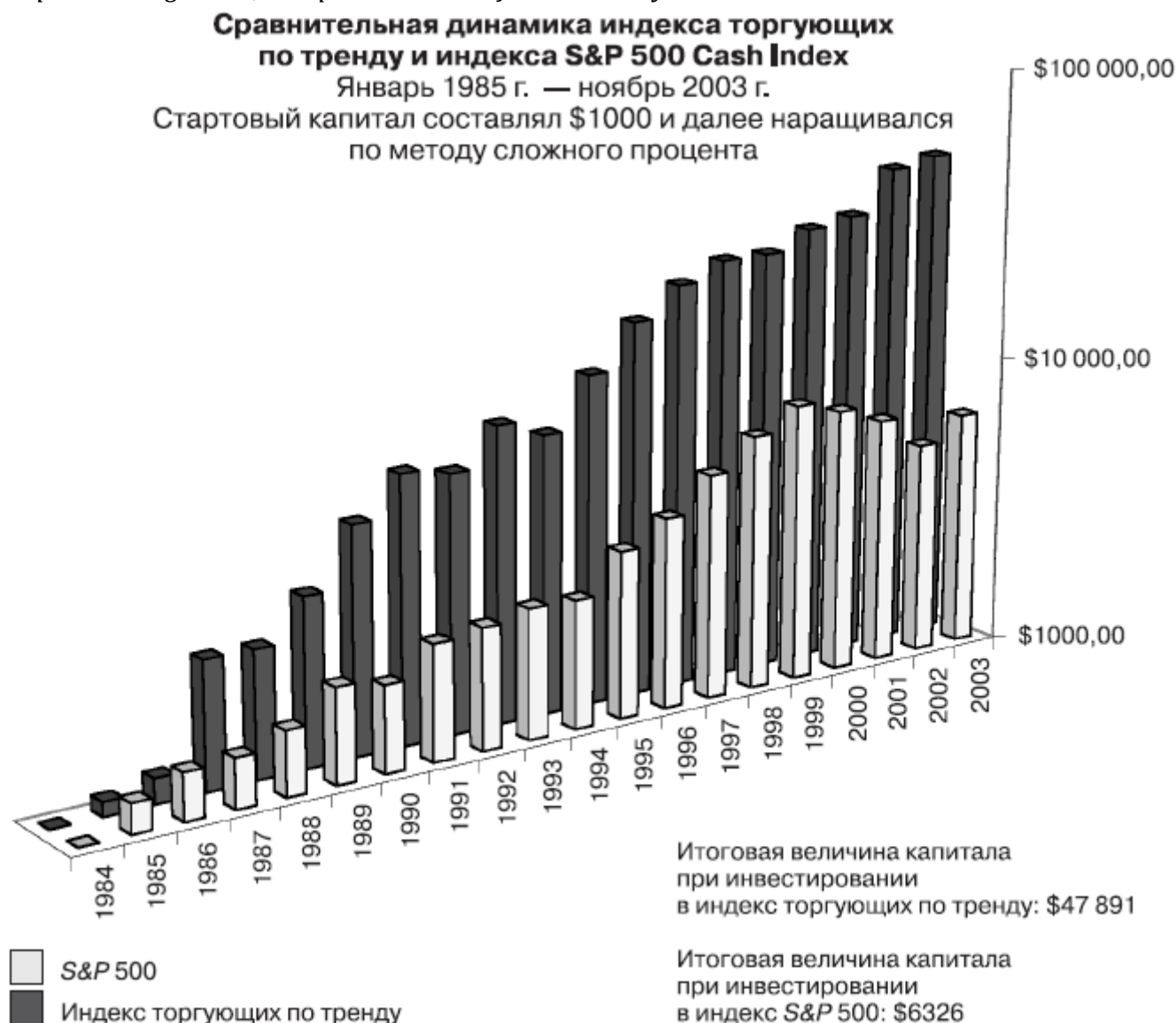


График 1.1. Индекс доходности стратегии следования тренду в сравнении с S&P и NASDAQ

И все же, даже после того, как стал заметен успех стратегии следования тренду, инвесторы настроены скептически. Они полагают, что рынки изменились и что следование тренду больше не действует. Их недоверие обычно основано на какой-нибудь случайно промелькнувшей статье в прессе о торгующем по тренду трейдере, который «прогорел» и потерял все деньги – свои и своих клиентов. Но в действительности стратегия следования тренду не изменилась, хотя это и могло произойти с отдельными торговцами, ее применяющими. А это большая разница. Рассмотрим рыночные изменения и стратегию следования тренду в перспективе. Рынки ведут себя точно так же, как и 300 лет тому назад. Иначе говоря, рынки остались прежними вплоть до сегодняшнего дня, потому что они постоянно меняются. В этом заключается философская основа следования тренду. Например, несколько лет назад на рынке весьма активно торговалась немецкая марка. Сегодня ей на смену пришел

евро. Это было существенное, но, в то же время, типичное изменение. Если вы достаточно гибки, перемены на рынке, так же как и в жизни, не оказывают на вас негативного влияния.

Принятие неизбежности перемен – это первый шаг к постижению философии следования тренду. Джон Генри описывает преимущества, которые дает понимание изменений:

«Но что не меняется? Сами перемены. Тем не менее, когда сложный период продолжается длительное время, большинству инвесторов кажется естественным предпринять какие-либо действия для решения проблемы. Пройдя сквозь подобные темные полосы в прошлом, мы знаем, что приятного в них мало, но они не свидетельствуют о том, что в будущем нас также обязательно ждут какие-либо проблемы. Во время таких периодов почти все задают один и тот же вопрос: “Изменились ли рынки?”. Я всегда честно отвечаю: “Да”. Они не только изменились, но и будут продолжать меняться, как это происходило на протяжении всей истории, и уж, конечно, в течение 19 лет нашей работы. Следование тренду предполагает перемены. Оно основано на переменах» [18].

Рынки движутся вверх, вниз и колеблются на одном месте. На них проявляются тренды. Они развиваются. Они удивляют. Никто не в состоянии предсказать начало или окончание тренда до тех пор, пока это не станет свершившимся фактом, как погода. Однако если ваша торговая стратегия рассчитана на принятие перемен, вы можете извлечь из них пользу:

«Если у вас есть обоснованная философская база, тот факт, что все изменяется, превращается в преимущество. По крайней мере, вы можете устоять. В самом худшем случае вы можете устоять в долгосрочном периоде. Но если у вас отсутствует обоснованная философская база, вы не будете успешны, потому что перемены в конце концов принесут вам гибель. Я осознавал, что не могу ничего предвидеть, вот почему мы решили следовать за трендом, и именно поэтому мы так успешны. Мы всего лишь следуем за трендами. Насколько бы нелепыми ни представлялись эти тренды вначале и насколько бы растянутыми или иррациональными ни казались в конце, мы следуем за ними...» (Джон Генри) [19]

Что подразумевает Генри под «обоснованной философской базой»? Он говорит о торговой стратегии, которая может быть определена, просчитана, описана и измерена количественно. Соответствует ли ваша стратегия хотя бы одному из перечисленных параметров? А стратегия вашего брокера? А стратегия вашего амбициозного хедж-фонда? Торгующие по тренду не гадают, покупать им или продавать. Они знают, что им делать, потому что у них есть «обоснованная базовая философия», отраженная в плане их действий.

Изменилась ли стратегия следования тренду?

Многие игнорируют потрясающие успехи следования тренду, утверждая, что эта стратегия устарела, или ее результаты ухудшились, или что она просто не действует.

«Изменилась ли стратегия следования тренду?» – так звучала тема дискуссии на конференции *Network 2001* Ассоциации управляющих фондов. Доктор Патрик Уэлтон, исполнительный директор и председатель совета директоров *Welton Investment Corporation* заявил, что нет никаких оснований утверждать, что следование тренду

претерпело изменения. Чтобы доказать это, он создал 120 моделей следования тренду.

Некоторые из них предусматривали изменение позиции на противоположную, а другие – нет. Некоторые были основаны на «пробоях» ценовых уровней, другие – на волатильности и интервальных «пробоях». Средний период удержания активов колебался от двух недель до года. В результате исследования были получены практически идентичные показатели доходности для конца 1980-х, начала и конца 1990-х гг.

Уэлтон в своем выступлении также затронул утверждение о том, что изменились источники получения прибыли при следовании тренду, заявив, что нет никаких свидетельств, которые бы служили этому доказательством. Он подчеркнул, что с самого зарождения стратегии следования тренду источником получения прибыли при ее использовании являются непрекращающиеся колебания рыночных цен. Реакция людей на такие события и описывающий их поток информации требуют времени и заставляют их развиваться непредсказуемо. Далее Уэлтон заявил, что итоговая величина и степень изменения цен не могут быть с достоверностью спрогнозированы.

Именно этим и объясняется эффективность следования тренду [20].

Барт Козлофф, консультант в сфере хеджирования, также возразил скептикам.

Вот выдержка из его выступления:

«В феврале 1985 г., во время тура по Германии, спонсированного Немецкой биржей срочных сделок, несколько консультантов и руководителей инвестиционных холдингов делали презентацию для группы немецких институциональных инвесторов. Среди них присутствовали два торгующих по тренду трейдера: *Campbell and Co.* и *John W. Henry & Co.* Когда аудитории было предложено задавать вопросы, один человек поднялся и провозгласил: “Но ведь правда, что стратегия следования тренду уже отжила свое?”. Тогда председатель попросил повторно продемонстрировать слайды, посвященные динамике доходности *Campbell* и *Henry*. Показывая периоды ухудшения показателей, он говорил: “Вот первый некролог следованию тренду. А вот и еще один, и еще. но эти трейдеры сегодня вновь на высоте, их имен по-прежнему нет на надгробных плитах, которые скептики не устают воздвигать всякий раз, когда наступает период неудач”. С тех пор *Campbell* и *JWH* заработали для своих инвесторов сотни миллионов долларов. Так что, возможно, было бы ошибкой писать очередную серию некрологов» [21].

Очередной некролог стратегии следования трендам будет появляться каждые несколько лет, несмотря на невероятные суммы прибыли, полученной практикующими эту стратегию. Джон Генри, озадаченный неприятием со стороны Уолл-стрит, однажды ответил критикам следования тренду:

«Как было бы возможно покупать в период роста цен и продавать, когда они падают, и при этом быть успешным на протяжении двух десятилетий, если бы в основе природы рынков не лежал тренд? С другой стороны, я год за годом наблюдал, как блестящие люди некоторое время успешно покупали во время снижения цен и продавали в период их роста, а затем разорялись, потому что им казалось, что они поняли, почему тот или иной рыночный инструмент должен действовать в соответствии с их личными представлениями о логике» [22].

Торгующие по тренду обычно не обращают внимания на тех, кто ставит под

сомнение действенность их стратегии. Зачем тратить силы, постоянно защищая себя от нападков, когда ты год за годом получаешь колоссальный доход?

Механизм следования тренду: следуйте за ценой

Торгующие по тренду достигают феноменальных показателей прибыли благодаря тому, что в конечном итоге в основе их решений лежит одна ключевая информация – динамика цен. В условиях возрастающей неопределенности и явной враждебности окружающего мира в наши дни чрезвычайно действенно и эффективно исходить в своих решениях из этой единственной простой и надежной истины. Постоянное огромное бремя факторов фундаментального анализа, таких как соотношение цены и доходности акций, отчеты об урожае и экономические исследования, делает трейдинг сложнее, чем это необходимо. И тем не менее рассмотрение всех этих факторов в рамках любой разновидности фундаментального анализа все же не дает трейдеру информации о том, сколько и когда покупать или сколько и когда продавать.

Не редкость для многих трейдеров – знание лишь одного рынка (находящегося, как правило, в их собственной стране) и концентрация внимания только на нем, вплоть до полного исключения всех прочих возможностей, предлагаемых мировыми рынками. Поддерживая максимальный уровень комфорта для себя, они добросовестно следуют за динамикой этого единственного, хорошо знакомого рынка. Если они специализируются на ценных бумагах, они и не помышляют о том, чтобы включить в круг своих интересов валюту или фьючерсы. Разве может трейдер фондового рынка что-нибудь знать о валюте? Мысль о том, что вы можете достаточно знать и о ценных бумагах *Cisco*, и о соевых бобах, чтобы торговать тем и другим одновременно, не укладывается у некоторых в голове. Но задумайтесь о том, что общего имеют хлопок, нефть, ценные бумаги *Cisco*, *Sun*, *GE*, доллар США, австралийский доллар, соевые бобы, пшеница, ценные бумаги *Microsoft*, *EMS* и *Oracle*? Это цена.

Рыночные цены – это объективные данные. Можно сравнивать и изучать цены и измерять их колебания, даже если вы ничего не знаете о самих рынках. Можно рассматривать динамику цен одного товара и сравнивать динамику цен на разные товары между собой, не зная, о каких рынках идет речь, и при этом успешно на них торговать.

Следуйте тренду

Не пытайтесь предугадать, насколько длительным будет тренд. Вы этого не сможете сделать. Питер Бориш, некогда второе лицо в *Paul Tudor Johnes*, прямо называет то единственное, что должно заботить трейдера:

«Цены – источник новостей, а не наоборот. Рынок развивается так, как ему заблагорассудится» [23].

Понимание цены как основного ориентира трейдера чересчур уж просто, чтобы люди могли это принять. В этом можно убедиться, читая прессу, придерживающуюся господствующих тенденций, где постоянно акцентируется внимание не на тех цифрах.

«В каком-то смысле инвестирование – это акт веры. Если вы не можете доверять цифрам, годовым отчетам и т. п., каким тогда цифрам вы можете верить?» (Билл Гриффит, ведущий телеканала *CNBC*)

Билл Гриффит упускает из виду самое главное, когда задается вопросом, каким цифрам вы можете доверять, если у вас не вызывает доверия ежегодная отчетность компании. Неважно, можете ли вы доверять отчету о прибылях и убытках. Все эти цифры могут быть сфальсифицированными. Рыночная цена не может быть зафиксированной. Это единственная цифра, которая заслуживает доверия. Однако этот простой факт не помогает прояснить ситуацию. Алан Слоан, вне всякого сомнения превосходный финансовый репортер, пытается найти цифры, которым можно довериться:

«Если некоторые умнейшие люди на Уолл-стрит не могут доверять цифрам, вы задаетесь вопросом: кто же может им верить?»

О каких цифрах говорит Слоан? О балансовых отчетах? О соотношении цены и прибыли на акцию? Вы никогда не можете доверять этим цифрам. Они всегда могут быть подтасованными. В любом случае, даже если бы в вашем распоряжении был абсолютно достоверный баланс, это не помогло бы вам определить, когда или сколько покупать или продавать. Джон Генри доносит до нашего сознания важнейшую мысль:

«...одной из причин, по которым инвестиционные решения *John W. Henry & Company, Inc. (JWH)* не принимаются путем дискреционных суждений, является политическая неопределенность. Как, например, можно измерить влияние постановлений, принятых господами Гринспеном, Рабином, Саммерсом, Миязавой или Сакакибарой? Даже если бы *JWH* знала все взаимосвязи факторов фундаментального анализа и цен, нечеткие высказывания относительно экономической политики ограничились бы наши возможности по получению прибыли. гадание на кофейной гуще в попытках разобраться в законе Хамфри – Хокинса или намерениях японских властей не способствует четкому, систематизированному инвестированию. Вместо того чтобы вести безнадежную игру, пытаюсь добраться до сути все новых политических заявлений, наши модели предоставляют слово ценам. Цены могут колебаться, но они отражают истинное значение рыночных сигналов. Наша задача – систематически отслеживать данные о ценах, чтобы выявить тренды и действовать в соответствии с ними, а не позволять экстренным выпускам новостей оказывать влияние на наше мнение о рынке» [24].

Вы не можете получить информацию, гадая на кофейной гуще. Этого не может ни Джон Генри, ни Эд Сейкота, ни кто-либо другой. Уильям Экхардт, трейдер, в течение многих лет торгующий по тренду, бывший партнер другого торговца по тренду, Ричарда Денниса, поддерживает мнение Генри, описывая цену как «жизненно важный показатель для трейдера». Когда вы добавляете какие-либо другие переменные, вы «размываете» ценовую информацию:

«Важной характерной чертой нашего подхода является то, что мы работаем почти исключительно с ценой, имевшей место в прошедшем и текущем периодах. Цену с уверенностью можно назвать жизненно важной переменной для трейдера, так что она, очевидно, является объектом для исследования. Системы, ориентированные исключительно на динамику цен, подобны компасу, указывающему направление на Северный полюс, и любое отклонение уводит вас южнее» [25].

Как торгующий по тренду воспринимает процесс трейдинга? Известный трейдер, придерживающийся этой стратегии, рассказал приведенную ниже историю о торговле

сахаром. Он покупал сахар – тысячи контрактов на сахар. Каждый день рынок закрывался с рекордно высокой ценой. И каждый день цена росла. Этот торгующий по тренду трейдер каждый день просто продолжал покупать все больше сахара по все более высокой цене. Один брокер за всем этим наблюдал. Однажды этот брокер позвонил ему после закрытия рынка, так как у него были лишние контракты на сахар, не включенные в баланс, и сказал:

«Бьюсь об заклад, ты не прочь приобрести эти дополнительные 5000 контрактов на сахар». Торгующий по тренду ответил: «Считай, что ты их продал».

Подумайте об этом – после того как много дней подряд рынок закрывался с рекордно высокой ценой, этот трейдер говорит: «Разумеется, я приобрету еще больше контрактов на сахар на пике рынка». Почему это важный урок? Каждый интуитивно хочет купить сахар в низшей точке рынка. Пусть цены опустятся еще ниже. Дайте мне совершить покупку по выгодной цене. «Следование тренду» работает по противоположному принципу – эта стратегия позволяет покупать по высоким ценам.

Допустим, вы наблюдали, как стоимость неких акций растет с \$5 до \$100. Когда они стоили \$5, вы не знали, что цена дойдет до \$100. Торгующие по тренду также не знали об этом. Но они продолжали покупать, *зная*, что она может достичь \$100, даже несмотря на то, что этого могло и не произойти. Так был ли смысл упускать возможность заработать на этом тренде, в результате которого цена дошла до \$100, лишь потому, что вы не вошли на рынок, когда акции стоили \$5? Уклонились бы вы от сделки, если бы вам представился шанс начать с \$20, а не с \$5? Если вы вошли в рынок при цене в \$20, а затем она поднялась до \$100, вы получили бы великолепный результат. Вы не можете заранее рассчитать длительность тренда. Никто не может угадать высшую или низшую точку рынка.

Даже хорошие трейдеры заблуждаются относительно цены

...

Истории трейдинга Джулиана Робертсона и Луиса Бэкона, двух известных хеджеров, подчеркивают важную роль цены в принятии решений.

Несколько лет назад Джулиан Робертсон закрыл свой функционировавший много лет хеджевый фонд. Он был крупным международным трейдером, при принятии решений опирался на фундаментальный анализ. Робертсон был близко знаком с другим крупным трейдером, Луисом Бэконом. Бэкон очень скрытен, до такой степени, что практически невозможно узнать его показатели доходности, не являясь его клиентом. Нам удалось выяснить на основе небольшого количества имеющейся информации, что прибыль Бэкона, заработанная на рынке, измеряется сотнями миллионов, если не миллиардов, долларов. Хотя Бэкон не позиционирует себя как торговца по тренду, приведенная ниже цитата не оставляет никаких сомнений в том, что он следит за движением цен не менее внимательно, чем Джон Генри:

«Если цена акции снижается со \$100 до \$90, инвестор – сторонник теории фундаментального анализа – решит, что, вероятно, стоит покупать, – объясняется в одном источнике. – Но, глядя на Луиса [Бэкона], он подумает, что, видимо, где-то ошибся, и поостережется». Напротив, скажем, Джулиан Робертсон, который даже после

закрытия своей фирмы упорно сохраняет значительные позиции в акциях таких компаний, как *US Airways Group* и *United Asset Management Corp.* [Бэкон также пишет] в недавнем обращении к инвесторам: «Трейдеры, имеющие значительные активы во фьючерсах, лучше “чувствуют” колебания рынка, в то время как трейдеры, инвестирующие в недооцененные активы, в меньшей степени реагируют на изменения на рынке и больше концентрируются на оценке стабильности компании или ситуации» [26].

Сегодня Луис Бэкон продолжает заниматься трейдингом и применяет стратегию следования тренду. Джулиан Робертсон же «вышел из игры» отчасти, вероятно, из-за своего нежелания сделать цену отправной точкой при принятии решений.

Торгующие по тренду сосредоточены на текущем моменте. Они знают, что бесполезно пытаться отследить начало рыночного тренда. Тренды зачастую возникают на стабильном рынке, где не было никаких признаков наличия какой-либо тенденции. Смысл в том, чтобы осуществлять сделки на небольшие суммы, чтобы как можно раньше увидеть, развивается ли тренд и становится ли настолько явным, чтобы хорошо на нем заработать. Почему успешны стратегии следования тренду? Майкл Ралл, президент *Graham Capital Management* и торгующий по тренду, утверждает:

«Способность стратегий следования тренду приносить успех зависит от двух очевидных, но важных допущениях о рынках. Во-первых, предполагается, что ценовые тренды регулярно возникают на рынках. Во-вторых, могут быть созданы торговые системы, извлекающие прибыль из этих трендов. Базовая трейдерская стратегия, которую пытаются системно использовать торгующие по тренду, заключается в минимизации потерь и максимизации прибыли» [27].

Мы попросили Чарльза Фолкнера, разработчика лучших моделей для трейдеров и эксперта в области нейролингвистического программирования, высказать свое мнение по поводу этой, на первый взгляд, простой идеи: «Многие трейдеры говорили мне, что первое правило трейдинга – минимизация затрат и максимизация прибыли. Но это самое сложное. Непонятно, почему мало кому из них это удастся, и это как раз та грань, где перестает работать гипотеза эффективного рынка и проявляется психологическая природа рынков. Когда мы теряем что-либо или кладем не на то место, мы ожидаем найти это позднее. Кошка возвращается домой. Мы находим ключи от своего автомобиля. Но мы знаем, что доллар, выпавший на улице из кармана, будет лежать там до первого прохожего. Так, опыт нам подсказывает, что потери маловероятны, а прибыль получить нелегко. Лучше синица в руке, чем журавль в небе. Так я объясняю им, что они получают доход от трейдинга, идя против человеческой природы. Здесь необходима самодисциплина, психологическая подготовка, испытание системы на протяжении нескольких месяцев, что позволяет трейдеру с уверенностью торговать наперекор своим естественным ощущениям».

Минимизация издержек и максимизация прибыли становится девизом торгующего по тренду просто потому, что суровая реальность диктует свои законы: если у вас кончились деньги, вы не можете участвовать в игре. Не можете вы предвидеть и направление развития тренда, как подчеркивает Кристофер Круден, управляющий директор компании *Tamiso and Co.*, также являющийся сторонником

следования тренду:

«Я хотел бы иметь надежный прогноз динамики валютного курса, основанный на моем собственном фундаментальном анализе рынка и подтверждающий мою личную инвестиционную философию. Единственная проблема – я не могу сказать, когда произойдет то или иное событие или какое из них случится раньше. Исходя из этого, представляется наилучшим выходом продолжать использовать наш системный подход» [28].

Круден знает, что потенциальный прогноз даст чувство уверенности тем инвесторам, которым его не хватает, но он также понимает, что прогнозирование невозможно. Так к чему притворство?

Хороший пример несоблюдения принципа максимизации прибыли можно увидеть в трейдерских стратегиях, при использовании которых доход изымается с рынка до завершения тренда. Например, один брокер рассказал нам, что одна из его стратегий заключалась в том, чтобы дождаться 30 %-ной прибыли на акцию, после чего закрыть позицию. Такова была его схема. Дать акции вырасти в цене на 30 % и продать ее. Звучит разумно. Однако стратегия, в которой заложены определенные целевые показатели прибыли, порождает проблемы. Одна из самых серьезных – противоречие математическим принципам обогащения, которые провозглашают максимизацию прибыли. Торгующие по тренду следуют трендам так долго, как могут, вместо того чтобы забрать свой доход, как только он заработан. Если вы не можете предвидеть момент начала или высшей точки тренда, зачем отступать слишком рано и оставлять свой «кусочек пирога» другим?

Например, ваша стартовая сумма равна \$50 тыс. Рынок стремительно растет, и ваш счет увеличивается до \$80 тыс. На этом этапе вы можете быстро забрать с рынка ваши \$30 тыс. прибыли. Вы заблуждаетесь, считая, что если не заберете свой доход немедленно, то потеряете его. Отказ рисковать этой накопленной прибылью – большая ошибка.

Торгующие по тренду понимают, что \$50 тыс. могут увеличиться до \$80 тыс., затем уменьшиться до \$55, вновь возрасти до \$90 тыс., а затем, возможно, дальше, вплоть до \$200 тыс. Тот, кто забрал свою прибыль на уровне \$80 тыс., даже близко не подошел к возможной выручке в \$200 тыс. Дождаться максимизации прибыли психологически тяжело. Однако необходимо понять, что, пытаясь обезопасить каждый цент вашего дохода, вы в действительности отказываетесь от возможности заработать гораздо больше.

Управление убытками

В процессе трейдинга вас ждут как успехи, так и неудачи. Потери – неотъемлемая составляющая трейдинга. На пути следования тренду вас ждут и убытки:

«Вы не сможете заработать деньги, если вы не готовы их терять. Это все равно, что делать вдох, не желая делать выдох» (Эд Сейкота) [29].

Если вы не несете убытков, вы не рискуете. Если вы не рискуете, вы не получите большой прибыли. Потери – это не проблема. Главное – уметь с ними обращаться. Если вы будете игнорировать их, не имея никакого плана действий, они будут преследовать вас. При следовании тренду управление убытками осуществляется при помощи «стоп-сигналов». Этот благоразумный подход позволяет вам продолжать торговлю:

«Теоретически по-настоящему серьезные потери редки для торгующего по тренду, поскольку он закрывает свою позицию или меняет ее на противоположную, как только рынок оборачивается против него. Множество мелких убытков неизбежны. Основная причина для того, чтобы оставаться в рынке, заключается в том, что любое движение цен может быть началом тренда, и редкие, но значительные “пробои” оправдывают серию мелких потерь» [30].

Заключение

Один мудрый трейдер, торгующий по тренду, однажды рассказал мне историю о том, как он был на Бермудах в компании начинающего трейдера, желающего узнать «секреты мастерства». «Просто объясни мне на пальцах», – попросил новичок. Опытный трейдер привел начинающего на берег моря. Они стояли там, наблюдая, как волны разбиваются о берег. Новичок спросил: «Что ты хочешь этим сказать?» Тот ответил: «Спустись вниз, туда, где о берег бьются волны. А теперь попробуй рассчитать время их движения. Беги вслед за волнами, когда они откатываются в море, и возвращайся назад, когда они набегают на берег. Ты видишь, как можно поймать их ритм? Ты следуешь за волнами на их пути туда и обратно. Ты всего лишь следуешь направлению их движения».

В процессе поиска фактического материала о следовании тренду мы узнали, что основополагающие принципы этой стратегии, ее философская основа играют важную роль не только в трейдинге, но и в нашей жизни в целом, начиная от бизнеса и заканчивая личными взаимоотношениями. Беседуя с опытными сторонниками следования тренду, мы обнаружили, что эта стратегия более эффективна, когда ее применяют с искренним увлечением.

Насколько важен энтузиазм? Бретт Стинбаргер, доктор философии, доцент кафедры психиатрии и поведенческих наук Северного медицинского университета штата Нью-Йорк в Сиракузах, рассматривает это со следующей точки зрения:

«Найдите свое призвание: занятие, которое вдохновляет вас, увлекает и постоянно ставит перед вами новые задачи. Определите, что вы считаете значимым и стоящим делом, и погрузитесь в него с головой. Если окажется, что ваше призвание – рынки, вы найдете в себе силы пройти тернистый путь обучения и достичь уровня мастерства, необходимого для того, чтобы стать профессионалом. Если ваше призвание – не рынки, доверьте свои средства тому, кто имеет хорошую динамику доходности и чьи инвестиционные цели соответствуют вашим. Затем идите дальше и сосредоточьтесь на тех сторонах жизни, которые заставят вас каждое утро выскакивать из кровати, с радостью встречая новый день» [31].

Во время создания этой книги мы обнаружили, что используемое в контексте заинтересованности понятие «следование тренду» может быть распространено и на другие сферы жизни. Понимание этого пришло к нам при перечитывании приведенного ниже отрывка из книги Брендты Уеланд 1938 г., посвященной писательскому творчеству:

«Всякий раз, когда я в этой книге использую слово “писательство”, я также имею в виду все что угодно, что вы любите и чем хотели бы заниматься. Это может быть трагедия в шести актах, написанная белым стихом, шитье одежды, или акробатика, или изобретение новой системы двойной бухгалтерии. но вы должны быть уверены в том,

что за этим стоит ваше воображение и любовь, что вы не работаете “стиснув зубы”, заставляя себя выполнять однажды принятое неумолимое решение, т.е. чтобы произвести впечатление на окружающих» [32].

Следующие тренду не торгуют, выполняя суровую повинность, и не имеют намерения произвести впечатление на окружающих. Они участвуют в этой игре, чтобы победить, и наслаждаются каждым ее моментом. Как и прочие первоклассные мастера своего дела, такие как профессиональные атлеты и музыканты, они осознают, как важно поддерживать волю к победе, если вы хотите преуспеть.

Основные положения

- Эд Сейкота: «Все рентабельные системы построены на трендах; разница в цене, необходимая для получения прибыли, означает тренд».

- Следование тренду основано на простых универсальных принципах, которые мы все способны изучить.

- Никто не знает, насколько высоко поднимутся или насколько низко опустятся цены на рынке. Никто не знает, когда рынок начнет движение. Вы не можете ни отменить прошлое, ни предугадать будущее. Будущее предсказывают цены, а не трейдеры.

- Торгующие по тренду покупают по высокой цене и продают по низкой. Это нелогично с точки зрения большинства людей.

- Судить о чем-либо или заниматься трейдингом при помощи «здравого смысла» – не лучшее решение.

- Убытки – это цена занятия бизнесом. Никто не может быть прав всегда. Никто не может постоянно получать прибыль. Торгующие по тренду готовы к потерям и относятся к ним объективно и беспристрастно. Если вы не несете убытков, вы не рискуете. А кто не рискует, тот не выигрывает.

- Следование тренду – это классическое ожидание благоприятной возможности. Билл Данн, трейдер, торгующий по тренду в течение более чем 25 лет, назвал один из своих фондов *T. O. P. S.* от английского «targets of opportunity systems» (системы ожидания благоприятной возможности). Пусть вас не обманывает терминология Данна. Он не занимается предсказаниями.

- Ценовой тренд может быть восходящим, нисходящим или боковым. Ни технологические достижения, ни прорывы современной науки, ни кардинальная смена восприятия действительности не изменят этого факта.

- Что, если бы вам сказали, что лучший способ попасть из пункта А в пункт В, не врезавшись при этом в стену, – это все же врезаться в стену, но не беспокоиться по этому поводу? Не тревожьтесь о том, как добраться до пункта В, а просто наслаждайтесь тем, что врезаетесь в стены [33].

- «Если вы убираете из трейдинга все эти эмоциональные “может быть”, “если”, “должно быть”, смотрите на то, что осталось, и измеряете это, – вещает Джон Генри из собственной ложи в парке Фенуэй в прекрасный воскресный день, поставив рядом с собой бутылку ключевой воды, – то, я думаю, у вас есть существенное преимущество перед окружающими».

Глава 2 Великие трейдеры, торгующие по тренду

У большинства из нас не хватает выдержки для того, чтобы сконцентрироваться на одной цели в течение пяти, десяти или двадцати лет, жертвуя всем для ее достижения, но это именно то, что необходимо, чтобы стать олимпийским чемпионом, хирургом мирового класса или балериной Мариинского театра. И даже в этом случае, разумеется, все может быть напрасно. Вы можете совершить единственную ошибку, из-за которой вся работа пойдет насмарку. Это может уничтожить то милое, обаятельное «я», которое у вас было в семнадцать лет. Правду гласит старинная поговорка: «В жизни можно сделать все что угодно, нельзя только сделать всего». Именно это и имел в виду Бэкон, говоря, что жена и дети – заложники удачи. Если они для вас на первом месте, вряд ли вы поставите новый мировой рекорд в беге на короткую дистанцию, заработаете свои первые 10 миллионов долларов, напишете великий роман или совершите кругосветное путешествие на мотоцикле. Такие цели требуют полной отдачи.

– Джим Роджерс [34]

Лучший способ понять стратегию следования тренду – это не ограничиваться изучением формул для ее создания, а общаться с мужчинами и женщинами, которые ее используют. Сегодня инвесторы неохотно признают, что их результаты могли быть и лучше, если бы они прислушались к каким-либо советам и рекомендациям в финансовых вопросах. Они записываются на курсы, но при этом не желают воспользоваться знаниями ни своих предшественников, ни современников. Они предпочитают «заново изобретать велосипед», чем учиться на успехе других. Однако поскольку мы считаем, что для успешного обучения очень важно иметь примеры для подражания, эта глава посвящена блестящим трейдерам, торгующим по тренду.

Изучив следование тренду, мы пришли к пониманию того, что, если вы серьезно относитесь к историческим и текущим показателям доходности при использовании данной стратегии, вы должны будете сделать выбор. Вы можете принять эти показатели как данность, беспристрастно оценить себя и принять решение изменить свой образ действий. Или же вы можете сделать вид, что этих показателей доходности не существует. Если вам кажется, что вы скорее предпочтете второе, задумайтесь еще раз, подходит ли вам следование тренду.

Торгующие по тренду демонстрируют широкие взгляды, когда речь заходит об их стратегии. Том Фридмен, автор известных работ в области международных отношений, объясняет:

«Великие стратеги прошлого держали в поле зрения как отдельные деревья, так и

лес в целом. Они видели ситуацию в целом и действовали, исходя из экологических соображений. Они понимали, что мир подобен паутине, где небольшие изменения в одном месте обязательно проявятся в другом, что все взаимосвязано. Где сегодня встретишь людей, обладающих универсальными знаниями? Доминирующей тенденцией в университетских и научно-исследовательских сообществах является стремление ко все более узкой специализации: большее вознаграждение ожидает того, кто глубоко разбирается в одной области, чем широко ориентирующегося в нескольких. И все же без видения целого, без определенного уровня понимания того, как происходит взаимодействие средств для достижения цели и почему иногда это приводит к успеху, а иногда – к неудаче, не может быть стратегии. А без стратегии можно только плыть по течению» [35].

Люди, о которых вы прочтете, видят картину в целом. Они видят связи. Они также знают себя и умеют отделить эмоции от принятия финансовых решений. Один из наших любимых «магов рынка», Чарльз Фолкнер, объяснил, как важно понимать самого себя:

«Умение использовать в торговле свою систему, а не свою психологию, означает отделение вашей личности от трейдинга. Это можно начать с языка. Фразы “я работаю в трейдерском бизнесе” или “я занимаюсь трейдингом” очень сильно отличаются от таких, как “я трейдер” или “я владею некоторым количеством акций и облигаций” (купленных у крупнейшего спекулянта восточного побережья). “Маги рынка”, которых я встречал, кажется, живут в соответствии с выражением Уильяма Блейка: “Я должен создать свою собственную систему или буду поработан другими”. Они создали свои собственные системы – в трейдинге, в жизни, в языке. Они не позволяют другим определять их жизнь и их терминологию. В результате их иногда считают резкими, тяжелыми в общении, опровергающими устоявшиеся традиции или думающими только о себе. Но они знают настоящую правду – они такие, как есть, и понимают, что приносит им пользу».

Билл Данн

Кто такой Билл Данн? Он торговец по тренду. Он нажил на этом состояние. И, откровенно говоря, ему безразлично, знаете ли вы, кто он такой. В 2002 г. он работал с доходностью 50 %, когда большинство инвесторов несли значительные убытки. Он никогда не колеблется, если для достижения успеха необходимо изменить свои действия на рынке на противоположные. Билл Данн живет по принципу «всё или ничего». На протяжении 28 лет он получал среднюю прибыль в 24 % годовых. Мы начали с Билла Данна, так как его динамика доходности представляет собой яркий, последовательный и поистине *потрясающий* пример следования тренду.

Билл Данн – основатель и председатель совета директоров *Dunn Capital Management, Inc.* Весной 2003 г. в программы управления активами его компании было инвестировано более \$1 млрд, и недаром: во время периода весьма скудных доходов на фондовом рынке сводный индекс *Dunn Composite* за год вырос на 50 %. Билл Данн представляет собой один из ярчайших примеров трейдера, торгующего по тренду, в его чистом виде, так как он на полную мощность использует свою торговую систему. В *Dunn Capital Management* не существует определенного целевого показателя годового дохода клиентов (кроме того, что доход вообще должен быть). В системе управления

рисками *Dunn Capital Management* нет ничего, что препятствовало бы годовой прибыли приблизиться к 100 %. Не существует такой политики, согласно которой, если бы, например, полугодовой доход программы *Dunn Capital Management* превысил 50 %, компания бы, так сказать, почивала на лаврах и прекратила торговать до конца календарного года. Более того, каждые 3 или 4 года прибыль Данна, как правило, просаживается на 20 % или даже больше, но, каким бы ни был уровень волатильности, этот независимый, дисциплинированный следующий за долгосрочным трендом трейдер никогда не изменяет своей основной стратегии.

«Мы применяем систему управления рисками, которая, несомненно, опережала свое время в 1974 г. и, по нашему мнению, остается искусством в 2003 г...», – говорит Дэниэл Данн, сын Билла Дана и исполнительный вице-президент в *Dunn Capital Management* [36].

Возможно, вам легче поверить в то, что Билл Данн действительно неуклонно следует принципам, принятым им 25 лет назад, если вы прочли последнюю книгу Джима Коллинза «От хорошего к великому».

«В сущности, что бы вы ни узнали, это будет так же верно 10, 20, 30 или 50 лет спустя, как и сегодня и как это было верно 50 лет назад. И если вы можете хоть в какой-то мере приложить руку к этим истинам, значит, вы уже внесли свою лепту» [37].

Билл Данн внес свою лепту, когда приложил руку к идее следования тренду. Он всегда считал, что для того, чтобы получать прибыль, нужно смириться с определенным уровнем волатильности. От клиентов, инвестирующих средства в *Dunn Capital Management*, требуется значительный финансовый вклад и полное, безоговорочное доверие решениям Данна. Этот торговец по тренду не терпит, когда ставится под сомнение его способность устоять в период убытков. Он не годится для малодушных в качестве примера для подражания. Его подход к применению стратегии следования тренду «на полную мощность» за 30 лет хорошо зарекомендовал себя, принес богатство самому Данну и клиентам *Dunn Capital Management*.

Его «схема планирования риска», или управление финансами, базируется на объективном принятии решений. Его девизом могла бы стать фраза: «Осторожность дорого обходится». В определенный момент он входит на рынок, и, если на рынке начинается спад, он в определенный момент с него уходит. По мнению Билла Данна, трейдинг без заранее продуманной стратегии ухода с рынка – это рецепт провала.

Система риск-менеджмента Данна позволяет ему сбалансировать общую волатильность своего портфеля инвестиций, что игнорируется полупрофессиональными, а порой и профессиональными, инвесторами. Чем больше рынок подвержен колебаниям, тем меньше он торгует. С точки зрения *Dunn Capital Management*, если принятие риска является необходимым условием для получения прибыли, то размер позиции всегда должен определяться, исходя из поддержания целевого уровня риска, который, в свою очередь, должен быть наивысшим из приемлемых для инвестора. Система управления рисками *Dunn Capital Management* гарантирует, что компания покинет рынок, если тенденции будут неблагоприятными для трейдинга.

«Одна из сфер нашего анализа в процессе планирования риска – это соотношение,

в котором необходимо распределить риск между торговлей, скажем, иеной и индексом *S&P*, и определение оптимального баланса риска для всего портфеля, охватывающего 22 рынка» (Дэниэл Данн) [38].

Невероятная доходность

Как и метод Билла Данна, этот график (график 2.1) говорит сам за себя. На нем представлено сравнение прибыли, которую вы бы гипотетически могли получить, инвестировав \$1000 в *Dunn Capital Management* или в индекс *S&P*. Эти данные также ставят перед вами выбор – либо вкладывать средства в *Dunn Capital Management*, либо самому учиться следовать тренду, либо сделать вид, что такой стратегии не существует.

Как Данну это удается? На графиках 2.2 и 2.3 отражены два *различных* периода трейдерской истории *Dunn Capital Management*, но попробуйте сказать то же самое о подходе Данна к трейдингу!

Сравнительная динамика прироста капитала при инвестировании по программе WMA *Dunn Capital Management* и в индекс *S&P Cash Index*

Ноябрь 1984 г. — ноябрь 2003 г.

Стартовый капитал составлял \$1000 и далее наращивался по методу сложного процента

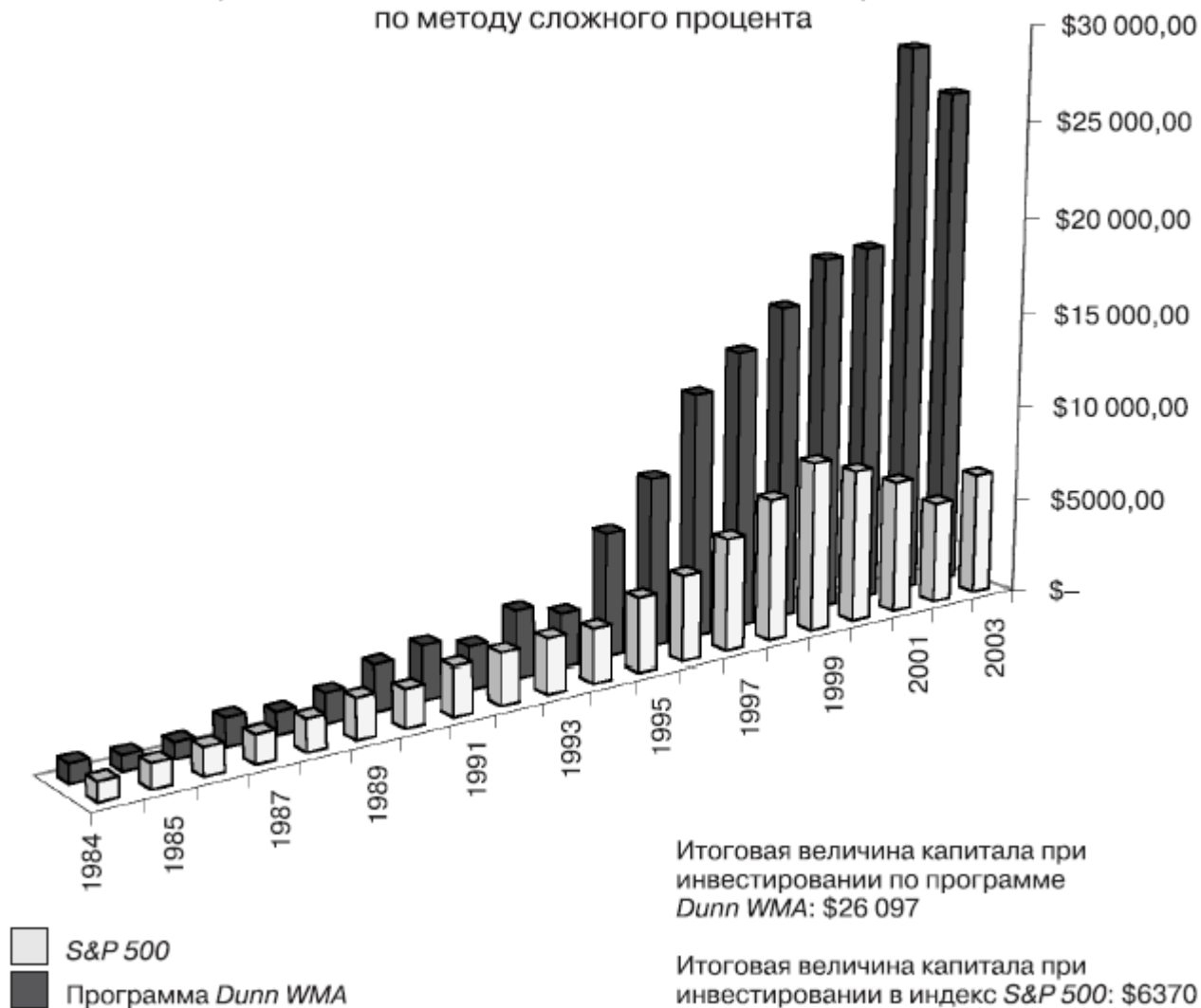


График 2.1. *Dunn Capital Management*: Динамика сводного показателя доходности по всем портфелям, 1984–2003 гг.

Первый из них (график 2.2) связан с торговлей японской иеной с декабря 1994 по июнь 1996 г., когда Данн сорвал большой куш. 1995 г. стал очень удачным для Билла Данна. Он заработал целое состояние, торгуя японской иеной. В 2003 г. он впервые публично раскрыл секрет своего метода принятия решений – метод следования тренду – перед аудиторией инвесторов, вынесших из этой встречи бесценный урок.

«Вот уже 18 месяцев идет торговля японской иеной, и, как вы видите, ее курс то рос, то снижался, и наблюдались некоторые заметные тренды, поэтому мы должны были воспользоваться возможностью заработать на этом, что мы и сделали. Поскольку

WMA – это система “противоположных позиций”, она предполагает постоянное присутствие на рынке в длинной или короткой позиции, пытаясь при этом выявлять наиболее крупные тренды и следовать за ними. Итак, поскольку первый сигнал, показанный на графике, указывает на необходимость занять длинную позицию, мы, очевидно, перед этим значительным подъемом должны были находиться в короткой позиции. [Подъем] был достаточным для того, чтобы убедить нас, что нам пора закрывать короткую позицию и открывать длинную, и это оказалось довольно удачным решением. после того, как мы заметили это [значительный рост]» [39].

Благоприятный рынок для Данна
Торговля японской иеной. Декабрь 1994 г. — июнь 1996 г.

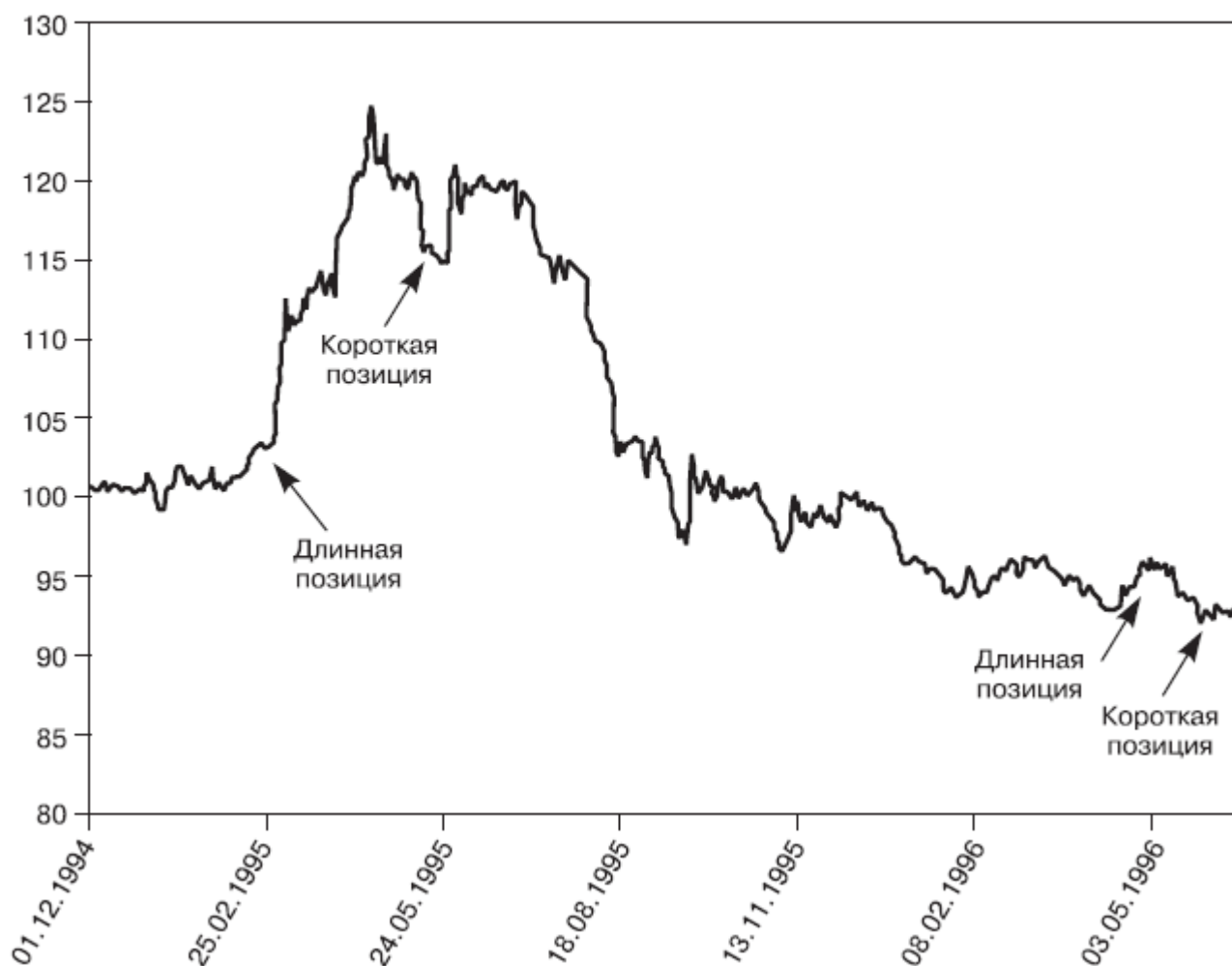


График 2.2. Торговля Данна японской иеной (Источник: Dunn Capital Management)

Данн следует за повышательным трендом во время этого первого значительного роста курса иены в марте 1995 г. Он принимает решения в рамках своей механической системы. Он продолжает: «Затем мы наблюдали значительный спад, вызвавший сигнал программы *ИМА* к открытию короткой позиции; наша модель всегда учитывала волатильность в краткосрочном периоде, и эта волатильность [по мере того, как мы продолжали оставаться в длинной позиции] была намного ниже, чем ожидавшаяся впереди [когда мы перешли в короткую позицию]» [40].

Данн подводит итог этой торговли:

«Таким образом, поскольку волатильность была очень высока. этот подъем был недостаточным для того, чтобы послужить нам сигналом для перехода в длинную позицию, и, в результате мы оставались в короткой позиции во время падения рынка почти на протяжении года, вплоть до того, как мы получили сигнал к открытию длинной позиции, который оказался ошибочным, и мы вновь вернулись в короткую позицию. Так что это был очень и очень благоприятный рынок для нашей программы, однако про некоторые рынки такого не скажешь...» [41]

Если вы посетите наш веб-сайт по адресу www.trendfollowing.com, то сможете прослушать там выступление Данна об этой удачной торговле иеной. Его уверенный тон и дикцию невозможно передать на бумаге.

Реагируйте быстро «Недавние колебания цен, наблюдавшиеся в энергетическом комплексе, были довольно интересны и потенциально выгодны для тех, кто способен реагировать достаточно быстро» (Билл Данн) [42].

Что именно подразумевает Билл Данн, используя выражение «тот, кто способен реагировать достаточно быстро»? Это значит готовность к активным действиям. Когда появляется возможность «поймать» потенциальный тренд, такой трейдер готов к этому. Он делает бросок. Мы убеждаемся, что Билл Данн относится к этому разряду людей, когда наблюдаем, как он, полагаясь на свою систему, оперативно реагирует на колебания цен японской иены, поскольку он доверяет своему трейдерскому плану и своей схеме управления риском.

На следующем графике мы видим динамику цен фунта стерлингов (график 2.3), когда, в отличие от ситуации с японской иеной, рыночная конъюнктура оказалась неблагоприятной для Данна. Это был типичный «пилообразный» рынок [43], где всегда сложно действовать торгующим по тренду из-за отсутствия четко выраженной тенденции. Вы видите, как Данн вошел на рынок и вынужден был уйти с него, затем вошел опять и снова был вынужден покинуть рынок. Вспомните, что торгующие по тренду не предугадывают рыночную динамику, они лишь реагируют на нее, – так что небольшие потери были частью игры. Он не слишком пострадал от этих небольших убытков, поскольку фунт стерлингов был лишь одной из составляющих его портфеля. Торговля на рынке иены более чем компенсировала его потери при торговле фунтом стерлингов, потому что, несмотря на то, насколько не устраивает других его подход, прибыль Билла Данна всегда превышала его убытки в долгосрочном периоде.

Благоприятный рынок для Данна Торговля фунтом стерлингов. Декабрь 1994 г. — июнь 1996 г.

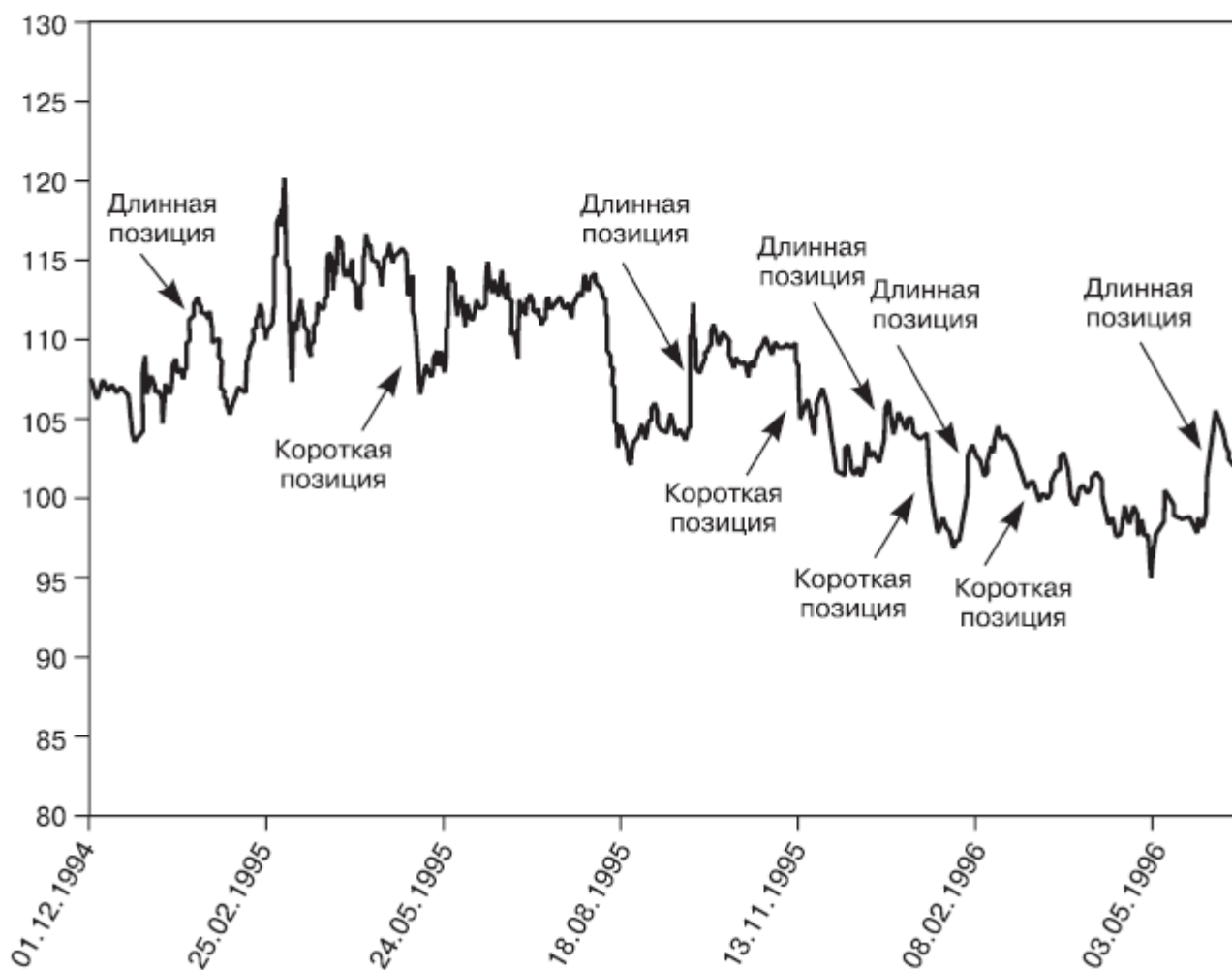


График 2.3. Торговля Данна британским фунтом стерлингов (Источник: Dunn Capital Management)

Если бы вы сказали Биллу Данну, что его подход вселил в вас чувство неуверенности, он бы вам ответил: «Мы не строим прогнозов. Мы лишь скачем на диком мустанге» [44].

Неудачная торговля Данна британским фунтом стерлингов – колеблющийся в разные стороны, никуда не ведущий тренд – яркая иллюстрация того, что он имел в виду, говоря: «Мы лишь скачем на диком мустанге». Зная, чем все закончилось, вы, возможно, задаетесь вопросом: зачем Данн торговал фунтом стерлингов, если он нес убытки? Ответ прост: ни он, ни кто-либо другой не мог предвидеть, принесет ли фунт стерлингов очередной крупный куш. Истинный вопрос таков: откажетесь ли вы от вступления в игру, потому что не можете предвидеть, как будут развиваться события?

О Билле Данне Сейчас Биллу Данну за шестьдесят. Он вырос в Канзас-Сити и Южной Калифорнии. После окончания средней школы 3 года служил на Американском военно-морском флоте. Затем, в 1960 г., получил степень бакалавра инженерной физики в Канзасском университете, а в 1966 г. – докторскую степень в области теоретической физики в Северо-Западном университете Чикаго. В последующие 2 года

он проводил исследования и занимал университетские должности в Калифорнийском университете и колледже Помона. С 1968 по 1974 г. он работал в исследовательских организациях под Вашингтоном, занимаясь разработкой и испытанием логистических и операционных систем для Министерства обороны. Небольшая ремарка: Данну нравилась сфера НИОКР, но в то же время он понимал потребность реального мира в прикладных механизмах. Рынки стали его реальным миром.

В возрасте около 35 лет Билла Данна осенило. В это время он работал вне дома, в небольшом городке Фэйрфакс в штате Вирджиния.

«В 1970 г. в руки Данна попал рекламный проспект, настойчиво рекомендовавший торговую систему для товарных рынков, “описание которой было слишком хорошо, чтобы быть правдой”. Ее испытания показали, что так оно и есть.

Система, созданная Данном, использовавшая данные о ежедневной динамике цен, была предназначена для выявления крупных трендов, определяемых по процентному изменению цены по сравнению с последним подъемом или спадом. Она была рассчитана на совершение от трех до пяти трейдов в год и автоматически подавала сигнал о смене позиции, если тренд менял свое направление на противоположное.

[Данн определял] размер позиции, исходя из уровня риска от 2 до 6 %» [45].

Для знаменитых трейдеров, торгующих по долгосрочному тренду, не редкостью является торговля на одном рынке на протяжении более года, отсюда и термин «долгосрочный». Если вам нужно безумие ежедневных торгов или вы хотите пощекотать нервы, как в Лас-Вегасе, Данн – не тот человек, которого вам стоит выбрать в качестве образца для подражания.

«Следуя установкам своей компьютеризированной торговой системы, Данн сохраняет долгосрочные позиции в периоды крупнейших трендов, обычно совершая на каждом рынке от двух до пяти трейдов в год. Его оригинальная система действовала и продолжает действовать по принципу противоположных позиций, в соответствии с которым предполагается постоянное присутствие на рынке в длинной либо в короткой позиции. По словам Данна, ему случалось оставаться в прибыльной позиции до полутора лет» [46].

Билл Данн был достаточно уверен в своей системе следования тренду, чтобы основать Dunn Capital Management за год до того, как впервые получил прибыль 35 %. Но ему был необходим больший капитал, для того чтобы осуществить разработанный им триумфальный план. Ральф Клопенштайн предоставил такой капитал.

«Ральф Клопенштайн. помог выйти на новый уровень торговому консультанту Уильяму Данну из Dunn Capital Management, передав ему в управление свой счет в размере \$200 тыс. Данн, аналитик систем Министерства обороны. понял, что его увлечение трейдингом потребует значительного количества чужих денег, необходимых для использования разработанной им многообещающей системы» [47].

Эд Сейкота, еще один трейдер, торгующий по тренду, уже упоминавшийся в этой главе, любит повторять, что, когда вы перестаете пытаться угодить другим и сосредоточиваетесь на том, чтобы угодить самому себе, вы постепенно начинаете осознавать, чего вам по-настоящему хочется в жизни. И когда это происходит, самые разные люди появляются на вашем пути, чтобы помочь вам достичь ваших целей.

История Данна – безусловное тому доказательство.

Dunn Capital Management Несколько лет тому назад, используя связи членов семьи и друзей (вариация на тему «седьмая вода на киселе»), я получил возможность побывать в Стюарте, во Флориде, и провести день в *Dunn Capital Management*.

Офис Билла Данна расположен на тихой улочке, неподалеку от водотока, в самом сердце Стюарта, Флорида, – спокойного местечка, населенного преимущественно пенсионерами, в 30 милях от Уэст-Палм-Бич. Данн делит белое двухэтажное здание с множеством частных врачей и других владельцев мелкого бизнеса. В *Dunn Capital Management* нет секретаря, поэтому, когда вы входите в офис, вам остается лишь пройти по коридору и посмотреть, есть ли кто-нибудь внутри. Помещение больше напоминает офис небольшой аудиторской фирмы, а не крупнейшей трейдерской компании. В самом деле, атмосфера там очень простая и непринужденная. *Dunn Capital Management* представляет собой блестящий пример того, что местоположение и претенциозность офисных помещений, а также бурная деятельность внутри них, мало связаны с выдающимися успехами в трейдинге.

В *Dunn* совсем немного сотрудников, так как для управления более чем миллиардным денежным фондом компании не требуется много людей. Кроме того, не все эти работники являются трейдерами, поскольку самое сложное в управлении хеджевым фондом – это не принятие трейдерских решений, а урегулирование бухгалтерских и нормативных вопросов. В *Dunn Capital Management* вы не найдете работников, прилипших к экранам мониторов и отслеживающих динамику рынка, так как трейдеры начинают действовать только после сигнала одного-единственного компьютера, означающего наступление момента для покупки или продажи, т. е. возникновение необходимости позвонить брокеру.

Другое объяснение небольшого количества сотрудников в компании Данна связано с тем, что у него относительно немного избранных клиентов. На самом деле он любит повторять: «Если инвесторы хотят доверить мне свои деньги, они знают, где меня найти». Инвесторы *Dunn Capital Management* выигрывают от отсутствия значительного разрыва между чистой прибылью хедж-фонда и прибылью, приходящейся на долю инвесторов.

Фонд Билла Данна отличается от других, поскольку он наращивает прибыль. Заработанные деньги реинвестируются. В результате трейдерский капитал Данна не столько состоит из недавно привлеченных средств новых клиентов, сколько является результатом систематического реинвестирования прибылей в течение длительного периода времени. Данн предполагает наличие доверия со стороны своих клиентов. Он позволяет клиентам поставить под сомнение инвестиционные стратегии *Dunn Capital Management* или задать вопросы по их поводу только один раз. Затем он просто возвращает клиентам их деньги.

Вместо того чтобы быстро «снять сливки», Данн оставляет на рынке значительную часть дохода своих клиентов. Сконцентрировавшись на прибыли и поощрительной премии, Данн зарабатывает лишь тогда, когда это делает фонд. Он не взимает посредническую комиссию. В отсутствие такой комиссии нет стимула для постоянного наращивания капитала. Единственный стимул – получение прибыли. Если Данн работает с прибылью, он получает часть дохода. Реинвестирование прибыли имеет смысл, если вы серьезно относитесь к зарабатыванию денег, а Билл Данн

относится к этому серьезно.

Кроме того, он человек прямолинейный. За то короткое время, что я с ним провел, на меня произвело впечатление его деловое, четкое отношение к вещам. Он был вежлив, но не чрезмерно; проявлял заинтересованность, но не обнадеживал. На нем были брюки цвета хаки и гавайская рубашка. Поскольку мы оба знали, что я ищу работу, он ясно дал понять, что ему нужны лояльные бойцы, готовые остаться в компании надолго.

Отсутствие целевых показателей прибыли Билл Данн не говорит себе: «Я хочу получать 15 % годовых». Рынку нельзя приказать обеспечить трейдеру стабильный уровень прибыли в 15 %, но, даже если бы это было возможно, разве уровень дохода в 15 % – это верный путь к завоеванию лидирующих позиций в трейдинге? Допустим, ваш стартовый капитал был бы равен \$1 тыс. Какой уровень прибыли вы бы в этом случае предпочли иметь на протяжении 3 лет? Каждый год по 15 % или непредсказуемые -5%, +50 % и +20 % в каждый год соответственно? По прошествии 3 лет в первом случае ваш капитал составил бы \$1520, во втором же – \$1710». Во втором примере представлен поток прибылей, иллюстрирующий стиль трейдинга Билла Данна.

У торгующих по тренду нет желания достичь какого-либо заранее предопределенного уровня дохода. Невозможно запрограммировать определенное значение прибыли в конкретном году. Не существует эффективного механизма целевого определения этого показателя:

«У нас имеются лишь две системы. Первая – та, с которой я начал в 1974 г. Вторую мы разработали и ввели в действие в 1989 г. Важнейшие стратегические элементы этих двух систем – как и когда торговать, сколько покупать и продавать – ни разу не менялись на протяжении 30 лет. Мы готовы к переменам. Ни одно из событий, которыми было отмечено развитие новых рынков в течение последних 30 лет, не повлияло сколько-нибудь существенно на наше представление о рынке. Рынки есть рынки. Я понимаю, что это звучит необычно. Я знаю, что в последние 5 лет многие наши конкуренты намеренно снижали уровень риска в своих моделях, т. е. уменьшали размер финансового рычага или пытались внести в них новые элементы в целях уменьшения волатильности результатов. Разумеется, эти действия также привели и к сокращению их прибыли» (Билл Данн) [48].

Данн здесь касается важного вопроса – снижения риска для уменьшения волатильности итоговой доходности ради того, чтобы угодить особо нервным клиентам. В результате чистая прибыль всегда сокращается. Если вы сконцентрировались на волатильности как на своем злейшем враге, вместо того чтобы воспринимать ее правильно, вы никогда не поймете стратегию Билла Данна.

Билл Данн – один из лучших риск-менеджеров, которых чаще называют финансовыми управляющими. Его великолепный финансовый менеджмент привычно приносит ему высокие прибыли. В июне 2002 г. доходность Dunn Capital Management составила 24, 26 %, в июле того же года – 14, 84 %. К тому времени прибыль компании с начала года достигла 37 %, и это в тот период, когда инвесторы, которые «покупали и держали» индекс NASDAQ, несли большие потери. Данн завершил 2002 г. с прибылью более 50 %.

Как Биллу Данну это удается?

- **Он минимизирует убытки .**
- **Он никогда не изменяет своей главной стратегии :** его доходность не является результатом субъективных суждений. Стратегия следования тренду Данна может быть измерена количественно, и он действует в строгом соответствии со своей торговой системой, без дискреционных отступлений от сигналов, которые она генерирует. Это чуждо инвесторам, смотрящим CNBC для получения информации о динамике фондового рынка. Его стиль трейдинга не допускает «свободного плавания».
- **Долгосрочное сохранение позиции .** При сохранении позиции в течение приблизительно 3,75 года и дольше доходность Dunn Capital Management всегда положительна. Вывод? Будьте верны системе в течение долгого времени – и вы будете работать эффективно. Трейдерам, ищущим быструю прибыль, и дэйтрейдерам вредит их суетливость в погоне за недостижимыми быстрыми деньгами.
- **Наращивание капитала .** Данн неуклонно наращивает капитал. Он реинвестирует прибыль обратно в свою торговую систему, приумножая свои доходы.
- **Восстановление .** У Данна были годы, когда его убытки достигали 27, 1 % (в 1976 г.) и 32, 0 % (в 1981 г.), за которыми следовали прибыли в 500 и 300 % соответственно, а их бы с лихвой хватило на несколько лет. Нужно быть готовым к потерям и понимать, что восстановление, согласно природе тренда, не за горами.
- **Короткая позиция .** Данн занимает короткие позиции так же часто, как и длинные. Как правило, инвесторы, придерживающиеся стратегии «покупай и держи», никогда не рассматривают возможность перехода в короткую позицию. Если вы не предубеждены против того или иного направления тренда, вы можете получить прибыль в любой позиции.

Неудачи – это часть успеха *Dunn Capital Management* получила свою долю потерь, так же как и баснословных прибылей, но убытки, кажется, не слишком беспокоят ни саму компанию, ни ее клиентов. Возможно, причина этого – четкий и спокойный подход к ним Билла Данна.

«Некоторые несут убытки и затем ожидают прибыли, которая, как они надеются, не заставит себя долго ждать. Но иногда прибыль приходит нескоро, а порой ее не бывает совсем. И трейдеры исчезают с рынка» (Билл Данн) [49] .

Но не подумайте ни на секунду, что вы застрахованы от неудач, если будете торговать, как Билл Данн, или доверите ему управление вашими деньгами. Чтобы притупить боль потери от снижения величины капитала (означающего, что ваш счет «теряет в весе»), вам понадобится сверхдоза анальгина.

Публикации *Dunn Capital Management* Бесценные уроки можно извлечь, изучая динамику доходности таких торгующих по тренду трейдеров, как Билл Данн, но не меньше полезной информации вы найдете в их публикациях. *Dunn Capital Management* предельно честна со своими клиентами, о чем свидетельствуют следующие выдержки из выпусков ежемесячных информационных бюллетеней компании, опубликованных весной 2003 г. [50] :

1. «Поскольку нестабильность мировых валютной, налоговой и политической сфер все более усиливается, стратегия следования тренду, применяемая DUNN, возможно, будет одной из немногих, позволяющих извлечь прибыль в этой ситуации».

2. «Единственное, что с уверенностью можно сказать о текущем состоянии мировой экономики, – это то, что во многих сферах наблюдается нарушение равновесия и структурные проблемы, требующие решения. Возможно, динамика рынков акций действительно предвещает скорое возвращение к временам большей стабильности и процветания. Возможно, это не так. Несмотря ни на что, очевидно, имеются более чем достаточные условия для зарождения заметных трендов в ближайшие месяцы».

3. «Судя по всему, “пузыри-близнецы” г-на Гринспена, на рынках акций и жилья, способствующие дефициту бюджетов на федеральном и муниципальном уровнях и росту внешнего долга, сделают предстоящие недели и месяцы более интересными, чем их, возможно, хотели бы видеть участники рынка. Если это звучит несколько мрачно, вспомните, что Калифорния сама по себе является пятой по размеру экономикой в мире. В настоящее время дефицит бюджета штата составляет \$33 млрд, что почти наверняка приведет к мирному поражению его губернатора на предстоящих ноябрьских выборах. Не забывайте также, что представленный здесь анализ может быть лишь неверной интерпретацией фактов. Что по-настоящему приятно, так это то, что мнения, выраженные в этом бюллетене, не окажут абсолютно никакого влияния на проверенные временем методы, используемые DUNN для получения дохода от трейдинга и управления рисками».

Нам нравится то, что, несмотря на наличие у Dunn Capital Management четкой политической позиции, они понимают, что их мнение не имеет равным счетом никакого значения, если речь заходит о правильной стратегии трейдинга. Их политические или экономические суждения не оказывают влияния на принимаемые решения о покупке или продаже.

Клиенты Билл Данн использует в торговле единственный метод – свой собственный. Что может помешать клиенту понять образ действий Билла Данна?

- Клиенты обычно не понимают сущности следования тренду. Они часто паникуют и уходят с рынка как раз перед тем, как заметное изменение цен предложит им шанс заработать большую сумму денег.

- Клиенты могут начать просить трейдера изменить свой подход. Хотя они могут и не говорить об этом менеджеру фонда прямо, в действительности они хотели бы, чтобы стратегия следования тренду была приспособлена под их потребности, прежде чем они решатся инвестировать свои средства. В этом случае перед менеджером стоит сложный выбор: принять у клиента деньги и зарабатывать, получая комиссионные (которые могут составить значительную сумму), или использовать их капитал в торговле так, как это было первоначально запланировано. Оптимальным решением в долгосрочном плане является применение в трейдинге системы следования тренду в том виде, как это было изначально предусмотрено.

Если клиенты пытаются в той или иной степени изменить метод торговли, используемый Dunn Capital Management, Билл Данн либо расстается с ними, либо вообще не воспринимает их как клиентов.

«Чтобы заниматься этим, нужно быть оптимистом, но я также и по ряду других причин считаю, что это циклическое явление. За 18 лет нашей работы нам пришлось

пережить немало длительных сложных периодов, во время которых мы задавались тем же вопросом. В конце 1981 г. наш счет сократился примерно на 42 % по сравнению с прошедшим годом, и мы вместе с нашими клиентами уже начали недоумевать, суждено ли нам еще когда-либо увидеть благоприятные рынки. Мы продолжали торговать в соответствии с тщательно разработанной системой, но наш крупнейший клиент усомнился в ней, отозвав около 70 % всего капитала, находящегося под нашим управлением. Вы правильно угадали – в следующем месяце наш доход составил 18 %, и за 3 года после этого крупного отзыва наши активы возросли на 430 %!» (Билл Данн) [51]

Это наблюдение всегда вызывало у меня удивление – почему Билла Данна и Dunn Capital Management не изучают в рамках программ MBA? Знают ли гарвардские выпускники – магистры делового администрирования – о Билле Данне?

Передавая эстафету

Дэниэл Данн, сын Билла Данна, впервые пришел в Dunn Capital Management в 1975 г. в качестве аналитика и программиста. В 1988 г. он получил докторскую степень в области иммунологии и медицинское образование в Чикагском университете. На первый взгляд иммунология не имеет никакого отношения к трейдингу, однако история Дэниэла Данна подтверждает тот факт, что следование тренду – это наука, которой можно научиться, а также поговорку: яблоко от яблони недалеко падает.

У нас была возможность получить некоторое представление о том, как плохо понимается следование тренду, когда на последней конференции по управлению финансовыми активами Дэниэла Данна спросили (хотя сложно понять, как он при этом сумел сохранить невозмутимый вид), есть ли у него магический хрустальный шар, при помощи которого он определяет, куда движется рынок золота. Он ответил:

«Разумеется, никакого хрустального шара у нас нет, и любой, кто принесет его на работу, будет уволен без лишних церемоний» [52].

Проверьте ваше самолюбие у порога

Каково это – работать в Dunn Capital Management? Компания недавно поместила объявление о вакансии на специализированной электронной доске Monster.com. Часть этого объявления звучит следующим образом:

«Кандидаты... НЕ должны быть связаны никаким действующим договором об отказе от конкуренции и при приеме на работу должны будут подписать такой договор, а также соглашение о конфиденциальности. Будут рассматриваться лишь соискатели, нацеленные на долгосрочное сотрудничество и работу в команде (а не любители быть “первыми скрипками”). Заработная плата конкурентоспособная, прямо пропорциональная квалификации, с возможностью получения премиальных и привлекательным уровнем оплаты труда, начинающимся от \$65 тыс.» [53]

Обратите внимание, что Данну в компании не нужны «первые скрипки». Этому человеку принадлежит большая часть акций компании. Он предупреждает, что «будут рассматриваться лишь соискатели, нацеленные на долгосрочное сотрудничество». Иными словами, те, кто прочтут это объявление, могут выбрать – либо работать у Билла Данна, либо попытаться самим стать Биллом Данном, но совместить и то и другое им не удастся. Следование тренду предполагает личную ответственность за свои действия, а Билл Данн ясно дает понять, что за *Dunn Capital Management* отвечает

он.

Одна из интересных черт характера многих торгующих по тренду, с которыми мы общались лично или за которыми наблюдали со стороны, – это их честность. Если вы внимательно прислушаетесь к их словам и изучите показатели их доходности, они с превеликим удовольствием расскажут вам со всей определенностью, что они делают и зачем.

Основные положения

- Мировоззрение Билла Данна соответствует самой сути следования тренду. Показатели его деятельности на рынке представляют собой один из наиболее ярких, последовательных и поразительных из существующих на сегодняшний день примеров успешного применения стратегии следования тренду.

- *Dunn Capital Management* открывает короткие позиции так же часто, как и длинные.

- Средняя прибыль *Dunn Capital Management* за 5-летний период составляет около 231 %.

- При продолжительности периода владения активом 3,75 года и более компания всегда получает чистую прибыль.

- В *Dunn Capital Management* используется такой уровень риска, что вероятность убытков в размере 20 % или более в месяц составляет 1 %.

- Воображаемая инвестиция в размере \$1 тыс. в сводный портфель *Dunn Capital Management* в денежном выражении в период с октября 1974 по апрель 2003 г. возросла бы до \$439 004, что означало бы ежегодный прирост дохода в размере 23, 72 % после всех налогов и вычетов. Аналогичная сумма, вложенная в индекс S&P500, возросла бы за тот же период лишь до \$38 119. [54]

Джон Генри

Показатели доходности Билла Данна и Джона Генри свидетельствуют о том, что эти торгующие по тренду трейдеры «слеплены из одного теста». Оба они – поразительно успешные, самостоятельно добившиеся всего люди, начавшие свою деятельность, не имея никакого отношения к Уолл-стрит. В 1970-х гг. они разработали торговые системы, вновь и вновь приносящие им миллионы долларов. Если сопоставить динамику их доходности, видно, что им обоим торговля приносит чистую прибыль и что оба они часто одновременно торгуют по одним и тем же трендам. Сегодня под управлением Джона Генри находятся клиентские активы на сумму более \$2 млрд.

Показатели эффективности Джона Генри отражены на диаграмме (график 2.4).

Сравнительная динамика прироста капитала в портфеле Джона Генри и при инвестировании в индекс S&P 500 Cash Index

Сентябрь 1984 г. — ноябрь 2003 г.

Стартовый капитал составлял \$1000

и далее наращивался по методу сложного процента

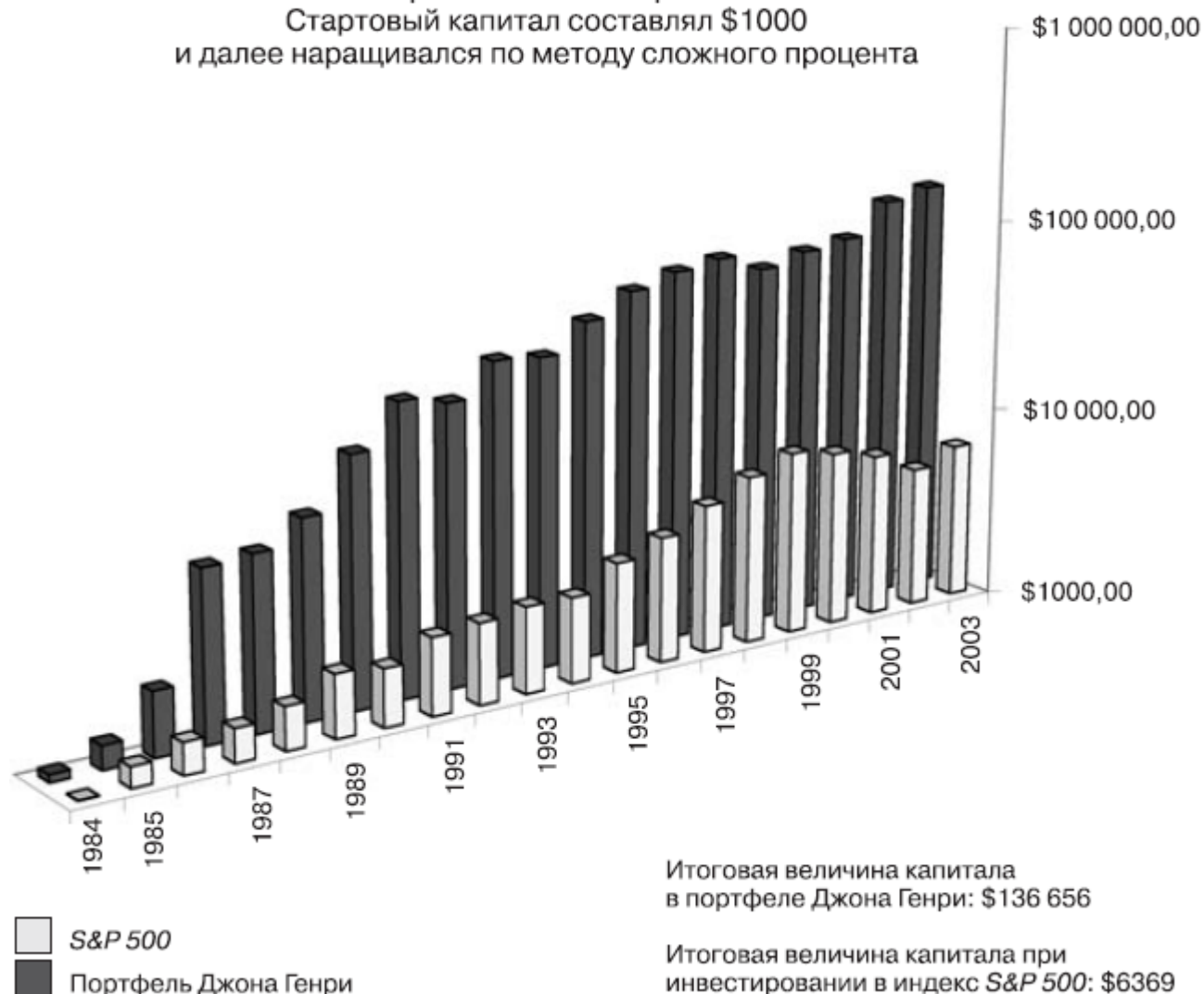


График 2.4. Рост \$1 тыс., вложенных в портфель Financials and Metals до 30 сентября 2003 г.

Джон Генри успешно сыграл на нескольких крупнейших трендах нашей эпохи. Судя по всему, он выиграл от банкротства Barings Bank в 1995 г. В игре с нулевой суммой он получил то, что потерял Barings Bank. В менее далеком прошлом, в 2002 г., его прибыль составила 40 %, в то время как NASDAQ неуклонно снижался. У него, как и у Данна, отсутствует стратегия, которая хотя бы отдаленно напоминала «активную, или внутридневную, торговлю», но когда его система подает ему сигнал: «Пора!», он буквально готов сокрушить все на своем пути, немедленно демонстрируя эффективные показатели прибыли. Разумеется, между Генри и Данном существуют различия. Под управлением Билла Данна находятся инвестиции лишь нескольких крупных клиентов, в то время как Джон Генри на протяжении многих лет сотрудничал с крупными брокерскими компаниями, такими как *Morgan Stanley*, аккумулирующими средства более мелких розничных клиентов. С течением времени различия в структуре их клиентской базы, возможно, несколько сгладились, но нужно подчеркнуть, что торгующие по тренду могут использовать различные подходы к своему бизнесу,

однако их результаты при этом будут сходными.

Невозможно не заметить, что, в качестве нового владельца *Boston Red Socks*, Джон Генри использует базовые принципы следования тренду – несложные эвристические правила для принятия решений, математику, статистику и системный подход – еще и в сфере спорта.

Прогнозы бесполезны «Я не верю, что я единственный, кто не может предвидеть будущие цены. Никто не в состоянии последовательно прогнозировать что-либо, в особенности инвесторы. Цены, а не инвесторы предсказывают будущее. Несмотря на это, инвесторы надеются или уверены, что они сами (или кто-либо другой) на это способны. Многие из них ориентируются на нас, чтобы спрогнозировать, каким будет следующий макроэкономический цикл. Мы исходим из того, что прочие инвесторы убеждены в своей способности предсказывать будущее, и я полагаю, что именно это – источник наших доходов. Мне кажется, это так просто» (Джон Генри).

Поскольку следование тренду основано прежде всего на единственном элементе рыночной информации – цене, довольно сложно объяснить, что это означает на самом деле. Генри неустанно год за годом четко и последовательно излагает свой метод трейдинга желающим внимательно слушать. Для получения прибыли он опирается на тот факт, что прочие трейдеры считают себя способными предсказать будущую динамику рынка и часто при этом терпят неудачу. Джон Генри расскажет вам, что убытки этих неудачников регулярно превращаются в его прибыль в процессе великой игры с нулевой суммой – трейдинга.

О Джоне Генри Джон Генри родился в Кинси, в штате Иллинойс, в семье успешного фермера. Для сына фермера со Среднего Запада в 1950-х гг. в мире не существовало ничего более интересного, чем баскетбол, и начиная с 9-летнего возраста, когда Джон Генри сыграл свою первую игру в Высшей лиге, он на это «подсел». Летом он ночь за ночью с неослабевающим вниманием слушал Гарри Кэрая, комментирующего игру знаменитых *St. Louis Cardinals*. По его собственным словам, Джон Генри имел средний интеллектуальный уровень, но хорошо разбирался в цифрах.

Генри посещал местные колледжи и множество вечерних курсов, но так и не получил диплом бакалавра. Виной тому, однако, был не недостаток интереса. Когда он посещал занятия, проводимые Харви Броди в Калифорнийском университете в Лос-Анджелесе, они с Харви разработали и опубликовали стратегию беспроегрышной игры в блэкджек. После смерти отца Джон принял управление семейными фермами, обучаясь на собственном опыте технологиям хеджирования. Он начал участвовать в биржевых торгах кукурузой, пшеницей и соевыми бобами. Вскоре он уже занимался трейдингом в интересах своих клиентов. В 1981 г. он основал компанию *John W. Henry and Company, Inc.* в Ньюпорт-Бич, штат Калифорния [55].

Если размер первого счета под управлением Джона Генри составлял \$16 тыс., а сейчас он владеет *Boston Red Socks*, не кажется ли вам, что стоит поинтересоваться: «Как ему это удается?» Президент *John W. Henry and Co.* Марк Рцепчински рисует на первый взгляд кажущуюся слишком уж простой картину успеха их компании:

«Удивительно мало что изменилось с течением времени. Модели, используемые нами 20 лет назад, все еще актуальны. Конечно, мы торгуем на различных рынках.

Также мы за последние 20 лет ввели в действие новые программы, но, по сравнению со многими другими игроками, мы не вносили в наши торговые модели никаких существенных корректировок. Мы считаем, что рынки непрерывно изменяются и корректируются и то же будет происходить с информацией, которую считают важной инвесторы. В 1980-х гг. всех интересовали показатели предложения денег. Все ждали, сидя у телефонов, когда станет известна эта цифра. В 1990-х гг. на повестке дня были размеры безработицы. Однако реакции людей на происходящее на рынке довольно постоянны. Неопределенность порождает тренды, и их-то мы и пытаемся использовать. Даже если вы обладаете лучшим и более быстрым источником информации, единственное, что никому не удалось заметно улучшить, – это способность людей к ее обработке. Мы пытаемся использовать человеческие реакции, находящие отражение в ценах и ведущие к образованию трендов. Эти реакции довольно мало подвержены изменениям и не требуют значительных корректировок в моделях» [56].

Марк Рцепчински повторяет важный философский принцип следования тренду: в долгосрочной перспективе перемены постоянны. А поскольку это так, неопределенность также является постоянным явлением. Неопределенность порождает тренды. Использование этих трендов лежит в основе прибыли, получаемой в результате следования тренду. И все передовые технологии и мощности по сбору информации в мире не помогут вам торговать по тренду. Все это мишура.

Во время нашей беседы Марк Рцепчински осветил суть всех аспектов трейдерского бизнеса *John W. Henry and Co.* :

- «Мы занимаемся своим делом».
- «У большинства людей не хватает дисциплинированности, чтобы сделать то, что им нужно».
- «Нам нравится сохранять наш метод изысканно простым».
- «Наши лучшие дни в трейдинге – когда мы не торгуем».
- «Чем меньше мы торгуем, тем больше мы зарабатываем».
- «Иногда наилучшие результаты приносит бездействие».
- «Мы не стремимся стать самыми умными на рынке. Попытка быть умнейшими на рынке ведет к верной неудаче».

Марк не был дерзок и многословен. Он был прям и вежлив и говорил по существу. Он хотел, чтобы люди поняли, почему компания *John W. Henry and Co.* делает то, что она делает. Несколько лет назад Марк привел замечательную аналогию, касающуюся эмоциональных подъемов и спадов, с которыми необходимо справиться, чтобы достичь успеха в следовании тренду:

«Год напоминает поездку в горах. Каждый, кто ездил в поезде по гористой Швейцарии, вспомнит ощущения тревоги и ожидания при подъемах и спусках на горных склонах. Во время спуска часто возникает чувство обеспокоенности, так как зачастую вы не знаете, насколько глубоким он окажется. Ожидания растут по мере того, как вы поднимаетесь из долины, так как вы не всегда можете увидеть вершину горы» [57].

Философия глобального видения Торгующие по тренду Джон Генри и Билл Данн не смогли бы разработать свои системы, не определившись прежде со своим взглядом

на мир. Каждый из них благодаря опыту, образованию и исследованиям пришел к пониманию того, как функционируют рынки, прежде чем решил, как на них торговать. Оба они независимо друг от друга обнаружили, что рыночные тренды являются более распространенным явлением, чем считают люди, и можно было бы следовать им 200 лет назад точно так же, как сегодня.

Джон Генри на протяжении многих лет изучал историческую динамику цен начиная с XVIII и XIX вв., чтобы получить доказательства, что существует единственный успешный подход к трейдингу. Объясняя свою инвестиционную философию, он предельно откровенен относительно того, какие принципы в ней присутствуют, а какие нет:

- **Выявление долгосрочного тренда** . Торговые системы игнорируют краткосрочные колебания с целью извлечь большую прибыль в периоды значительных трендов на рынках. Продолжительность трендов может составлять несколько месяцев или лет.
- **Четко регламентированный инвестиционный процесс** . Методология разработана таким образом, чтобы свести к минимуму дискретность при принятии решений.
- **Управление риском** . Трейдеры строго придерживаются четко выверенной системы риск-менеджмента, предусматривающей регулирование взвешенных показателей подверженности финансовому риску, условий стоп-приказов для отсекаания убытков и величины обязательств инвестиционного характера, что помогает защитить капитал в периоды отсутствия тренда или высокой волатильности.
- **Диверсификация на глобальном уровне** . Работая более чем на 70 рынках и не ограничиваясь одной страной или регионом, они имеют доступ к возможностям, которые менее диверсифицированные компании могут упустить.

Как мы упоминали, некоторые трейдеры критикуют следование тренду, называя его не более чем предсказательным техническим анализом. Но Джон Генри – не какой-нибудь «эксперт по техническим индикаторам», пытающийся строить прогнозы: «...торгующие по тренду, такие как JWH, не стремятся предвидеть заранее смену тренда или ценовые “пробой”. Они реагируют на происходящее. Они не строят прогнозов. “Некоторые утверждают, что мы применяем технический анализ, но JWH лишь выявляет тренды и следует за ними. Это похоже на мир моды – нужно следовать актуальным тенденциям, или вы уже отстали от жизни”. Тем не менее, даже применяя технический анализ, торгующие по тренду исходят из того, что рынки “умнее”, чем любой их участник. В действительности они положили в основу своего бизнеса отказ от попыток выявления причин подъемов и спадов на рынках, а также определения моментов их окончания» [58] .

Джон Генри «попал в точку», используя метафорическое сравнение с модным бизнесом, более глубокое, нежели очевидная аналогия между модными тенденциями и трендами на рынке. Он объясняет, что, если вы хотите быть модным, у вас нет другого выбора, кроме как следовать тенденциям в стиле, существующем на сегодняшний день. Точно так же у торгующих по тренду нет другого выбора, кроме как реагировать на тренды, и, подобно законодателям моды, успешные торгующие по тренду используют тренды задолго до того, как большинство других узнает об их

существовании.

Торгующие по тренду согласились бы со словами Менкена: «Мы находимся здесь и сейчас. Все человеческие знания о том, что находится вне этой точки пространства и времени, – не более чем иллюзия». Они сознают, что непрерывное отслеживание того, что происходит на рынке, – это не один из приемов трейдинга, это и есть трейдинг, и ничего более. То, что происходит в текущий момент, здесь и сейчас, – это единственное, что может быть достоверно измерено.

Джон Генри демонстрирует применение своей философии на примере прошедших торгов на рынке кофе:

«Он неизменно придерживается чистого технического и механического метода трейдинга. Он обличает нелепость применения фундаментального анализа, рассказывая историю о торгах на рынке кофе, в которых он участвовал в 1985 г. Все фундаментальные факторы свидетельствовали в пользу “медвежьего” рынка: Международная организация кофе была не в состоянии прийти к компромиссному соглашению о поддержании цен, предложение кофе превышало спрос, а в Бразилии окончился холодный сезон. но его система предписывала открыть необычно большую длинную позицию по кофе. Он так и поступил, разместив на этом рынке 2 % своего портфеля. Система была права. В последнем квартале года цена на кофе стремительно возросла с \$1, 32 до \$2, 75 за фунт, а его прибыль составила 70 %. “Меньше всего мне нравятся мои самые успешные трейды. Рынки знают больше меня. Большинство возможностей остаются незамеченными”» [59] .

Именно те знания, в которых вы уверены, и приносят вам проблемы Самую суть следования тренду удивительно просто объяснить. Генри подчеркивает, что вам нужно не пытаться освоить сложные для понимания элементы этой стратегии, а, напротив, исключить их из своего видения рынка.

К вопросу о том, почему долгосрочный подход действует наилучшим образом на протяжении десятилетий:

«В условиях неблагоприятной рыночной конъюнктуры возникает непреодолимое желание действовать. Обычно это называется “бегство от волатильности”, т. е. предполагается, что волатильность является негативным явлением. Однако я обнаружил, что бегство от волатильности серьезно сдерживает способность придерживаться долгосрочного тренда. Желание делать краткосрочные перерывы, чтобы защитить обращающийся на открытом рынке капитал, означает огромные потери в долгосрочной перспективе. Системы, основанные на долгосрочном подходе, не избегают волатильности, они терпеливо “переживают” ее. Это уменьшает вероятность быть “выдавленным” из позиции в середине крупного долгосрочного тренда» [60] .

К вопросу об акциях:

«Сегодня распространено мнение, что акции опередили все прочие биржевые товары на 200 лет. Возможно, они не будут играть значительной роли в ближайшие 25 лет. Но в 2000 г. никого невозможно убедить отказаться от уверенности, что 200 лет обращения на рынке не заставят цены на акции расти бесконечно. В настоящее время люди верят в данные, предрекающие неизбежный рост рынка акций в новых условиях или новой экономике. Для них станет большой неожиданностью неизбежное

наступление «медвежьего» рынка» [61] .

Несмотря на все свои разговоры об избегании предсказаний, Джон Генри здесь один раз это делает. Он прогнозирует, что цены на акции не могут расти вечно, так как в конечном итоге тренды сменяются на противоположные. Он также подчеркивает, что как торгующий по тренду он будет готов к этому в любой момент и начнет действовать.

Все начинается с исследования Джон Генри оказал влияние на многих трейдеров. Один из его бывших сотрудников в рекламных материалах компании, в которой он сейчас работает, представил следующие тезисы:

- Временной период, лежащий в основе торговой системы, долгосрочен по своей природе, учитывая, что продолжительность большей части выгодных трейдов составляет более шести недель, а некоторые – и несколько месяцев.
- Система предполагает нейтральное поведение на рынках до тех пор, пока не появится сигнал открыть позицию.
- Рынки нередко месяцами пребывают в нейтральном состоянии, пока цены не достигнут уровня, который гарантировал бы целесообразность открытия длинной или короткой позиции.
- Система включает заданный уровень первоначального трейдерского риска. Если начатые торги быстро становятся убыточными, параметры контроля за риском, установленные для каждых торгов, сигнализируют об уходе с рынка при достижении заранее определенного критического уровня потерь. В таких случаях позиция может удерживаться всего один день.

Тот же бывший сотрудник во время работы в *John W. Henry and Co* . принимал участие в конференции-семинаре. На конференции присутствовало немного участников, и, как это бывает при выступлении перед небольшой аудиторией, беседа приобрела более неформальный характер и более подробно коснулась первых лет работы *John W. Henry and Company* :

«Мы очень хорошо осведомлены о трендах, имевших место на протяжении последних 20 лет, и нам стало любопытно узнать: стала ли стратегия следования тренду эффективной лишь в нашем веке? Оказалось ли, что для динамики цен биржевых активов тренды стали характерны лишь в последние одно-два десятилетия? Мы обратились к 1800-м гг. и проанализировали процентные ставки, колебания валютных курсов и цены на зерно, чтобы понять, была ли волатильность так же характерна для эпохи, о которой большинство людей почти ничего не знает, как и для последнего десятилетия? К нашему большому облегчению, а возможно, в какой-то степени и к удивлению, мы обнаружили, что и тогда, в 1800-х гг., наблюдалось не меньше трендов в динамике курсов валют, процентных ставок и цен на зерно, чем в прошлом десятилетии. Мы еще раз убедились, что тренды были сравнительно случайными, непредсказуемыми, что еще раз подтвердило необходимость широкой диверсификации и отсутствие надобности в изменении торговой системы для работы в различные периоды времени. Долгие часы мы проводили в подвалах архивов университетской библиотеки. Нам предоставили ксерокс, который буквально плавился в наших руках, копируя данные о динамике цен на зерно и процентных ставках. Эти данные были не только по США, но и по всему миру. Мы рассмотрели

процентные ставки зарубежных стран вплоть до указанного периода времени. Выявленная динамика несколько схематична, но достаточна для того, чтобы мы смогли убедиться, что в прошлом ценовые колебания происходили так же, как и сейчас» [62] .

Это напомнило нам сцену из книги «Волшебник страны Оз», когда Тото отдергивает занавеску, чтобы посмотреть, кем же волшебник является на самом деле. Было ясно, что Джон Генри не использует секретных формул и тайных стратегий. Легких путей не существовало. Это была медленная и болезненная «окопная война» в недрах библиотеки, где в качестве оружия присутствовал лишь копировальный аппарат для снятия информации об исторической динамике цен с целью ее последующего анализа.

Годы спустя я вознамерился провести свое собственное исследование ценовой динамики. В тот момент я не намеревался использовать данные о ценах в торговой системе, а хотел лишь убедиться в незначительности произошедших на рынках изменений. Одно из лучших мест, где можно отследить историческую динамику рынков по информации в газетах и журналах, – это Американская национальная сельскохозяйственная библиотека. Пусть вас не смущает слово «сельскохозяйственная». В этой библиотеке вы сможете просматривать подшивки и часами листать журналы, изданные начиная с 1800-х гг. Как и компания Джона Генри, я обнаружил, что рынки в своей основе действительно не изменились.

Джон Генри в записи Джон Генри выступал на приеме, проводимом 20 апреля 1995 г. в Нью-Йорке исследовательским подразделением FIA [63] . Это было лишь несколько месяцев спустя после краха Barings Bank. Во время стадии вопросов и ответов, проходившей под председательством Марка Холи из Dean Witter Managed Futures (сейчас Morgan Stanley), Генри описал некоторые качества, характерные для всех успешных трейдеров, торгующих по тренду. Небольшой отрывок из записи этой беседы позволяет нам увидеть Генри во всем его великолепии, демонстрирующего в полной мере свою элегантность и чувство юмора. Он не желает впустую тратить время на обсуждение фундаментального анализа и говорит о том, что он действительно высоко ценит:

Марк Холи : Вопрос, который всегда задают сторонникам технического анализа: считаете ли вы, что рынки за прошедшее время изменились?

Джон Генри : Этот вопрос возникает всегда, когда появляются убытки, в особенности если они продолжают длительное время. На самом деле я слышал его еще в начале своей карьеры 14 лет назад. Тогда меня спрашивали: «Не слишком ли дорого обходится следование тренду?» Вы смеетесь, но я могу предоставить вам письменные доказательства этого. По моим ощущениям, рынки всегда меняются. Но если у вас есть разумная философская база, вы можете извлечь большую или меньшую пользу из этих перемен. Это аналогично тому, как при использовании хороших, разумных принципов ведения бизнеса изменения, происходящие в мире, не причинят вам вреда, если ваши принципы предусматривают адаптацию к ним. Поэтому, действительно, рынки ИЗМЕНИЛИСЬ. Но этого и следует ожидать, и это хорошо.

Женский голос : Джон, вы известны своей дисциплинированностью. Как вам это удастся?

Джон Генри : Знаете, дисциплинированность возникает, если у вас есть стратегия, в которую вы по-настоящему верите. Если вы действительно уверены в своей стратегии, это порождает дисциплину. Если не уверены, другими словами, если вы плохо сделали ваше домашнее задание и не выработали исходные допущения, которые вы действительно сможете соблюдать даже в сложные периоды, тогда это не сработает. На самом деле не требуется особой дисциплинированности, если у вас есть непоколебимая уверенность в том, что вы делаете.

Мужской голос : Я бы хотел узнать, ваши системы – это абсолютный «черный ящик»?

Джон Генри : Мы не используем никаких «черных ящиков». Я знаю людей, считающих техническое следование тренду «черным ящиком», но на самом деле речь идет о некой философии трейдинга. Наша философия гласит, что прибыль является неотъемлемым элементом следования тренду. Я знаком с консультантами, работающими на товарном рынке гораздо дольше меня, которые торгуют по тренду: Билл Данн, Миллберн и другие, и на протяжении последних 20–30 лет они демонстрируют неплохие результаты. Я не думаю, что это объясняется лишь удачливостью.

Об успешных трейдерах, торгующих по тренду, часто говорят, что они получают доход благодаря своему «везению», в то время как в реальности не везение, а дисциплина позволяет им получать чистую прибыль. У них нет секретных стратегий или инсайдерской информации. Если у них и есть «черный ящик», то это динамика цен.

Приводя аудиозапись этой встречи на страницах книги, невозможно передать одно – реакцию слушателей. Я помню, как смотрел на всех этих поклонников Джона Генри, битком набивших номер-люкс гостиницы на Уолл-стрит, и думал: «Каждому в этой комнате гораздо интереснее видеть Джона Генри как личность – вроде рок-звезды, – вместо того чтобы пытаться разобраться, как он зарабатывает деньги».

Джон – один из лучших среди существующих трейдеров. Он исключителен. Но не лучше ли было бы задаться целью попытаться достичь подобного успеха в какой бы то ни было интересующей вас сфере жизни, чем просто аплодировать Джону Генри?

Влияние рыночных изменений переоценено. Часто более красноречивый, чем другие трейдеры, Джон Генри на протяжении многих лет прямо и открыто публично высказывался о стратегии следования тренду. Например, его выступление в Женеве, в Швейцарии, могло бы стать основой семестрового курса следования тренду для любого, кто открыт для восприятия нового:

«Мы начали торговать по нашей новой программе, the JWH Original Program, в 1981 г. Этому предшествовало довольно обширное исследование практических аспектов базовой философии, которая движет рынками. Когда я работал над тем, что впоследствии стало системой следования тренду, мир пугающе отличался от сегодняшнего. Использованный мной подход – механическая и математическая система – совершенно не изменился. И все же система сегодня продолжает быть успешной, даже несмотря на то, что в нее не было внесено практически никаких изменений за последние 18 лет» [64] .

Мы не можем не обратить внимания на тот факт, что об отсутствии изменений в системе в один голос твердят не только Билл Данн и Джон Генри, но также и

множество других трейдеров. И как же действует эта неустаревающая система? Далее – пример удачных торгов Генри (график 2.5).



График 2.5. Торговля Генри южноафриканским рандом. 1998 г. (Источник: *Barchart.com*)

«Мы открыли [короткую] позицию по южноафриканскому ранду в марте или апреле 1998 г. (на приведенном графике ранд падает по отношению к доллару). Вы видите, что для таких вещей требуется время, и, если вы терпеливы, вы можете получить огромную прибыль, особенно если не ограничиваете ее целевыми показателями» (Джон Генри) [65]. Более того, как и для *Dunn Capital Management*, успешной для Джона Генри стала торговля японской иеной в 1995 г. (график 2.6):

«Вы видите этот сильный тренд, когда курс иены вырос со 100 до 80 иен за доллар в течение месяца; тогда мы только на этом рынке получили 11 % квартальной прибыли» [66].

ЕЖЕНЕДЕЛЬНАЯ ДИНАМИКА КУРСА ЯПОНСКОЙ ИЕНЫ

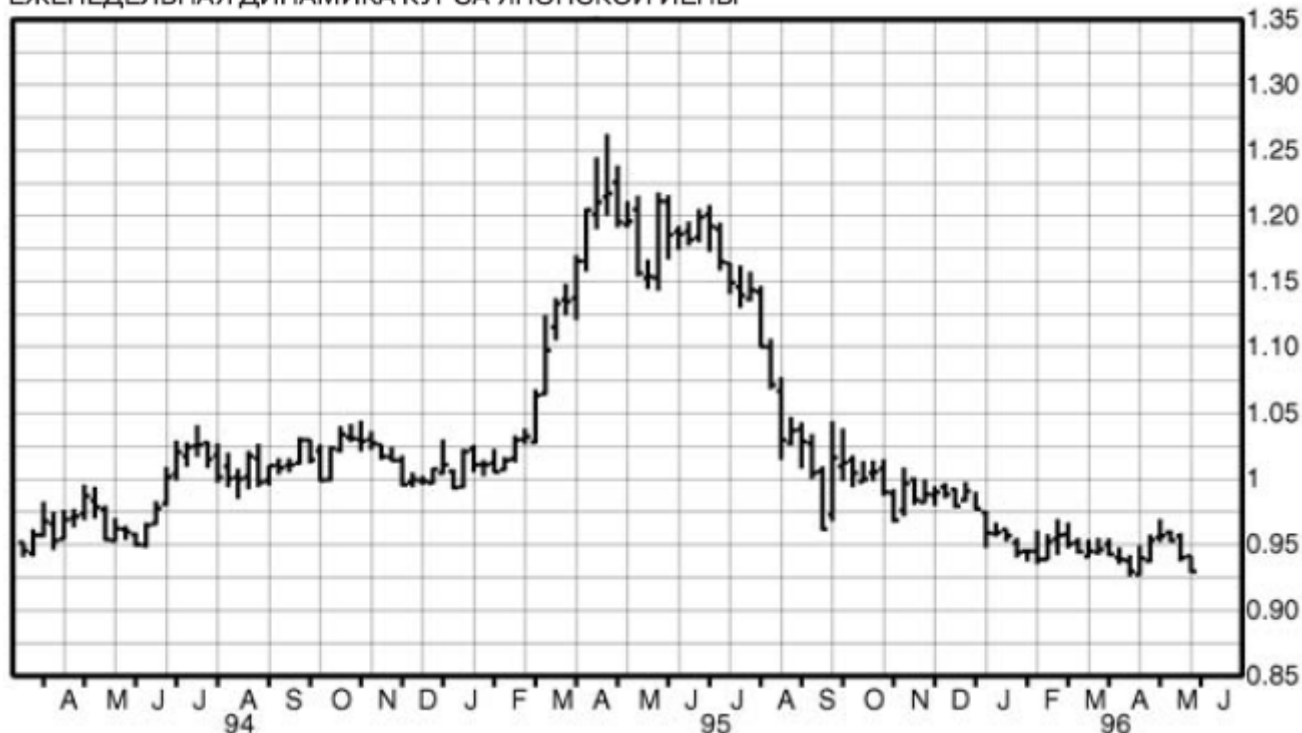


График 2.6. Торговля Генри японской иеной. 1994–1996 гг. (Источник: *Barchart.com*)

Поменьше внимания к ФРС [67] Чрезмерная реакция на заявления ФРС, неважно, насколько они ожидаемы, – обычное явление для Уолл-стрит. Некоторые так называемые профессионалы берут на заметку заявления ФРС или Алана Гринспена [68] и действуют в соответствии с ними даже тогда, когда не существует надежного способа выяснить их смысл. Есть ли логика в том, чтобы беспокоиться о намерениях ФРС, если даже толком непонятно, как расценивать ее действия? Мы не можем припомнить ни одного случая, когда ФРС дала бы какую-либо заслуживающую доверия рекомендацию, вроде «Купите сегодня 1 тыс. акций Microsoft».

В основе систем следования тренду Джона Генри и Dunn Capital Management лежит динамика цен, а не заявления Гринспена. Эти трейдеры всегда готовы к изменениям цен. Перемены на рынке не оказывают на вас воздействия, если в самой основе вашего стиля трейдинга заложена готовность к реагированию на эти изменения.

«Я знаю, что когда ФРС впервые повышает процентные ставки после нескольких месяцев их понижения, вы не услышите на следующий день об их новом уменьшении. Они не поднимают ставки, чтобы снизить их несколько дней или недель спустя. Они их повышают, повышают, повышают, (пауза), повышают, повышают, повышают. А когда затем однажды их снижают, они не двигают их вверх-вниз, вверх-вниз, вверх-вниз. Они уменьшают, уменьшают, уменьшают, уменьшают. Обычно такие тренды наблюдаются независимо от того, идет ли речь о потоках капитала или о процентных ставках, Если вы достаточно дисциплинированы или торгуете лишь на нескольких рынках, вам не нужен компьютер для такой торговли» (Джон Генри) [69] .

В устах Генри это звучит просто, не правда ли? Это потому, что обычно трейдинг

объясняется таким образом, что все выглядит сложнее, чем нужно. Джон Генри готовится к действиям ФРС, войнам, слухам о войне, выборам, скандалам, эмбарго, международным соглашениям, засухам, наводнениям и рыночным потрясениям до того, как они произойдут. Генри знает, что мы способны сами создавать тревожные настроения, рисуя в воображении пугающие сценарии будущего развития рынка, поэтому он полагается на свою систему, чтобы сосредоточиться на настоящем моменте.

Основные положения

- Первая сумма под управлением Джона Генри в 1981 г. составила \$16 тыс. Сейчас ему принадлежит бейсбольная команда *Boston Red Socks*.

- Инвестиционная концепция Джона Генри состоит из четырех элементов: выявления долгосрочного тренда, строго регламентированного инвестиционного процесса, управления риском и диверсификации на глобальном уровне.

- Генри понимает природу перемен. Это понимание дает ему заметное преимущество.

Эд Сейкота

Как только вы погрузитесь в мир рынков и инвестиций, вы обязательно столкнетесь с работой Джека Швагера «Маги рынка». Среди всех интервью с трейдерами, приведенных в этой книге, наиболее запоминающееся – с Эдом Сейкотой. Хотя вам может показаться, что Эд Сейкота чересчур прямолинеен, вы согласитесь, что его образ мыслей уникален. Одно из его глубокомысленных утверждений, ставшее известным сегодня: «Каждый получает от рынка то, что он хочет». Это был ответ на вопрос, касающийся трейдинга, но мы уверены, что Сейкота сказал бы то же самое применительно к жизни вообще.

Достижения Эда Сейкоты, почти не известного ни трейдерам, ни людям, далеким от игры на бирже, сделали его одним из лучших торгующих по тренду (и трейдеров вообще) нашего времени. Впервые я познакомился с Эдом Сейкотой в маленьком прибрежном кафе. Он предложил мне встретиться, чтобы обсудить блестящие возможности, предоставляемые Интернетом. Во время нашей первой встречи он спросил меня, каких людей, по моему мнению, искал Ричард Деннис, набирая студентов для обучения трейдингу. Я ответил, что, по моему мнению, Деннис хотел найти людей, способных мыслить категориями вероятности. В ответ на это Сейкота поинтересовался, мое ли это личное мнение или я его от кого-то услышал. Таким было мое первое знакомство с «прямолинейной натурой» Сейкоты.

Приведенная ниже история, услышанная мной от одного коллеги, очень точно характеризует Эда Сейкоту:

«В феврале 1995 г. в Торонто, в Канаде, я участвовал в длившемся целый день семинаре, где Сейкота был одним из приглашенных выступающих. ВСЯ аудитория забросала его вопросами вроде: “Что вы думаете о золоте?”, “Куда, по-вашему, движется курс канадского доллара?”, “Как вы определяете пик тренда?”, “Как вы узнаете о начале повышательного тренда?” и т. п. Каждому из спрашивающих он отвечал: “Мне нравится золото – оно такое блестящее, приятное глазу, из него получаются красивые украшения”, или “Я понятия не имею, куда движется курс канадского доллара”, или “Тренд повышательный, когда растет цена” и т. д. Это были простые, прямые ответы на

задаваемые вопросы. Позже я узнал от организатора мероприятия, что впечатления подавляющего большинства слушателей (заплативших немалые деньги, вероятно, чтобы узнать “секреты” трейдинга от “мага рынка”) были отрицательными. Многим казалось, что они зря потратили время и деньги, слушая Сейкоту. Сейкота не мог выразить свои идеи яснее, чем он это сделал, для тех, кто хотел его услышать. Ответы содержались в самих вопросах, которые ему задавали. Не спрашивайте: “Как вы узнаете о начале повышательного тренда?”, вместо этого поинтересуйтесь: “Что сигнализирует о том, что тренд движется вверх?” Не “Что вы думаете о золоте?”, а “Правильно ли я торгую золотом”. Ответы Сейкоты служили для каждого большим зеркалом, эффективно отражающим самую суть их трейдинга. Если вы даже не знаете, как задать вопрос о трейдинге, не говоря уже об ответе, оставьте этот бизнес и посвятите жизнь тому, что вам нравится» [70] .

А как бы вы отреагировали на выступление Сейкоты?

Действие вторично по отношению к бездействию

Каковы показатели доходности Сейкоты? «За вычетом налогов Сейкота в среднем получал прибыль в размере 60 % ежегодно с 1990 по 2000 г., проводя операции со средствами клиентов при помощи своей программы управления фьючерсами» [71] .

Эд Сейкота отличается от Джона Генри и Билла Данна. Он был в буквальном смысле слова одиночкой на протяжении всей своей карьеры. У него нет модного офиса или других сотрудников. Он не предлагает себя в качестве управляющего денежными средствами правительства и очень выборочно подходит к сотрудничеству с клиентами. На самом деле для него не имеет значения, есть ли у людей деньги, которые они хотят доверить ему для трейдинга, или нет. Мне представился случай ознакомиться с его ежемесячными показателями доходности за 1990-е гг. Эти цифры впечатляют. Сейкота принимает на себя значительные риски, но и получает за это хорошее вознаграждение.

Об Эде Сейкоте

Эдвард Сейкота родился в 1946 г. В 1969 г. он получил степень бакалавра в Массачусетском технологическом институте, а в 1972 г. начал трейдерскую карьеру, которую продолжает и по сей день, – инвестируя свои собственные средства, а также нескольких избранных клиентов. Эд – самоучка, но на его карьеру оказали влияние Амос Хостеттер и Ричард Дончиан.

В ранней молодости Сейкота поступил на работу в крупную брокерскую фирму. Он разработал и ввел в действие первую коммерческую компьютеризованную торговую систему для управления клиентскими средствами на рынках фьючерсов. По информации, приводимой в «Магах рынка» Джека Швагера, всего за 12 лет он увеличил счет одного из клиентов с \$5 тыс. до \$15 млн.

В последние годы Сейкота работает у себя дома, на озере Тахо. Его торговля сводится к нескольким минутам в день, которые необходимы для запуска записанной в его компьютере программы, генерирующей трейдерские сигналы на следующий день. Он также обучает трейдеров через свой интернет-сайт и созданный им «Трейдерский клан» – многочисленное сообщество трейдеров-единомышленников. Он был учителем и наставником некоторых знаменитых трейдеров, в том числе Майкла Маркуса, Дэвида Дразы, Изена Кэтира и Джима Хэмера. «Трейдерский клан» Сейкоты будет подробнее

описан позже, в главе 4.

«Секрет» Сейкоты

Эд Сейкота – человек прямолинейный. Ему нравится разоблачать рыночное невежество при помощи кратких, напоминающих дзен-буддизм утверждений, заставляющих слушателя увидеть самую суть:

«Величайший секрет успеха в том, что никакого большого секрета нет, а если есть, то для меня это тоже секрет. Поиск какого-то секрета успеха в трейдинге не имеет смысла» [72].

Самоуничижительные ответы Эда Сейкоты часто акцентируют внимание на результате процесса, но пусть вас не вводит в заблуждение его скромность, поскольку Сейкота не терпит лицемерия и бездумности. Он бесстрашный трейдер и не может спокойно воспринимать глупцов. Когда он вспоминает свои первые торги, мы видим, как рано он обнаружил страсть к своему делу:

«Первые торги на моей памяти произошли в Портланде, в штате Орегон, когда мне было 5 лет. Мой отец дал мне медальон под золото, безделушку для стимулирования продаж. Я продал его соседскому ребенку за пять увеличительных линз. Я чувствовал себя так, словно я прошел ритуал посвящения. Позже, когда мне было 13, отец научил меня покупать акции. Он объяснил мне, что я должен покупать их, когда цена “пробьет” линию сопротивления, а продавать – когда опустится ниже линии поддержки. Так я начал торговать» [73].

О том, как он впервые начал торговать:

«Я прочел опубликованное письмо Ричарда Дончиана, где утверждалось, что полностью механическая система следования тренду позволит получать сверхприбыль на рынках. Мне это показалось невозможным. Поэтому я написал компьютерные программы (тогда еще на перфокартах), чтобы проверить эти теории. К моему изумлению, его [Дончиана] теории оказались верны. До сих пор я не уверен, что понимаю, почему, и действительно ли мне нужно это понимать. В любом случае изучение рынков и финансовое подкрепление правильности моих мнений было так увлекательно по сравнению с прочими представлявшимися мне в то время карьерными возможностями, что я сделал трейдинг своим основным занятием» [74].

Трейдинг был у него «в крови» еще в молодости: «В возрасте 23 лет я начал торговать самостоятельно, имея под своим управлением полдюжины счетов на сумму от 10 до \$25 тыс. каждый» [75].

Эд Сейкота нашел альтернативу карьере на Уолл-стрит, основанной исключительно на комиссии. С самого начала он работал только за поощрительную премию. Если он зарабатывал деньги для клиентов, его труд оплачивался. Если нет, то он не получал ничего. Ему доставалась доля прибыли лишь в том случае, если деньги поступали на счет клиента. Работает ли по такому принципу ваш брокер, ПИФ или хедж-фонд?

Амос Хостеттер: «Забудьте о сыре»

Будучи начинающим трейдером, Эд Сейкота прошел через Commodities Corp., что-то вроде тренировочной площадки для трейдеров, в Принстоне, штат Нью-Джерси. Одним из его наставников был Амос Хостеттер. Амос Хостеттер зарабатывал на бирже баснословные деньги. Согласно статье Шона Талли в журнале «Fortune», когда

соотношение спроса и предложения выглядело многообещающе, Хостеттер размещал на рынке одну треть от своей последней позиции. Если он терял 25 % от этой суммы, он уходил с рынка. «Забудьте о сыре, – говаривал он. – Дайте мне выбраться из мышеловки». Но если рыночная конъюнктура менялась, он добавлял еще одну треть и, наконец, последнюю, когда цены достигали максимального, по его мнению, уровня. Стратегии Хостеттера были настолько успешны, что на их основе были созданы компьютерные программы, чтобы другие трейдеры могли их изучить и удвоить его успех [76].

Его стратегии «выхода из мышеловки» оказывали влияние на лучших трейдеров в течение последних 30 лет. Кто еще прошел через Commodities Corporation? Такие трейдеры, как Пол Тюдор Джонс, Брюс Ковнер, Луис Бэкон и Майкл Маркус, начинали там. Любопытно, что в середине 1990-х гг., спустя много времени после того, как большинство торгующих по тренду основали собственные компании, я побывал в Commodities Corporation. Там мы познакомились с одним активным и энергичным трейдером. Через несколько минут после начала разговора мы с ним начали обсуждать его стиль трейдинга, основанный на фундаментальном анализе. На всем протяжении нашей беседы он не отрывался от монитора. Когда я затронул тему следования тренду, он заверил меня, что эта стратегия не работает. Я был удивлен тем, что трейдер, работающий в знаменитой фирме, известной тем, что в ней стажировались блестящие торгующие по тренду, совершенно не допускал даже возможности, что следование тренду эффективно. Тогда я осознал, что даже люди, находящиеся ближе всех к следованию тренду, могут так и не оценить его по достоинству.

Джей Форрестер: системная динамика

Наряду с Амосом Хостеттером на Сейкоту оказал сильное влияние Джей Форрестер, профессор, преподававший ему в Массачусетском технологическом институте:

«Один из моих преподавателей, Джей Форрестер, был поборником ясного письменного выражения своих мыслей и символом ясного мышления» [77].

Джей Форрестер рассказал Эду о системной динамике. Это метод познания окружающего мира. В отличие от других ученых, которые изучают мир, деля его на все более мелкие части, приверженцы системной динамики видят картину в целом. Ядром системной динамики является понимание механизма взаимодействия всех объектов системы между собой. В качестве системы может выступать что угодно – от парового двигателя или банковского счета до баскетбольной команды. Объекты и люди в системе взаимодействуют путем замкнутого круга «обратной связи», когда изменение одной переменной воздействует с течением времени на другие переменные, что, в свою очередь, влияет на первую переменную, и т. д. Примером этому могут служить средства на банковском счете. На них начисляется процент, что увеличивает размер счета. После того как сумма на счете возросла, процентный доход увеличивается, что добавляет еще больше денег к счету. И этот процесс непрерывно продолжается. Целью системной динамики является понимание базовой структуры системы и, таким образом, определение того, как она будет функционировать. Многие из анализируемых систем и проблем могут быть воссозданы в виде компьютерных моделей. Системная динамика использует тот факт, что компьютерная модель может быть гораздо сложнее

и способна выполнять одновременно большее количество синхронных операций, чем человеческий мозг [78].

Подобному типу мыслительного процесса и компьютерного моделирования обязан своим успехом не только Сейкота, его можно встретить повсюду в мире следования тренду.

Seycota.com

Ответы Сейкоты на электронные письма посетителей его страницы в Интернете одновременно разумны и необычны. Вот несколько примеров «ясных» ответов Сейкоты, которые мы вместе с ним отобрали с его сайта [79].

«Чтобы избежать потерь от “пилообразных” колебаний на рынке, прекратите торговать».

Мораль : У вас будут убытки. Смириться с этим.

«Сущность риск-менеджмента в следующем: рискуйте не больше, чем вы можете себе позволить потерять, и в то же время достаточно, чтобы выигрыш был существенным. Если такой суммы для вас не существует, не вступайте в игру».

Мораль : Управление финансами очень важно. Подробнее это освещено в главе 8.

Следование тренду – это упражнение, заключающееся в наблюдении за каждым текущим моментом и реакции на него. Трейдеры, прогнозирующие будущее, распространяют свое видение на несуществующее пространство, и в той степени, в какой они используют свои способности за пределами текущего момента, они могут упустить возможности в настоящем.

Мораль : Все, что мы имеем, – это настоящий момент. Гораздо лучше реагировать на фактические изменения, происходящие на рынке сейчас, чем думать о тех, что наступят в будущем, которого не существует.

«Рынки по своей природе волатильны. От этого никуда не деться. Ваша проблема не в математических расчетах. Математика не избавит вас от неопределенности».

Мораль : Вы можете посчитать все, что хотите, но суть все равно в том, чтобы следовать за подъемами и спадами на рынке. Вам нужно смириться с неопределенностью.

«Я помню, в прошлом люди были весьма озабочены тем, что рынки изменились и что методы следования тренду больше не эффективны».

Мораль : Во все времена хватало скептиков. Они напоминают заевшую пластинку в своем желании развенчать стратегию следования тренду.

«Попытки убедить рынки, что вы правы, могут весьма дорого обойтись».

Мораль : Плывите вместе с потоком. Оставьте свои личные или основанные на фундаментальном анализе суждения. Вы хотите быть правы или заработать деньги?

«Когда обложки журналов становятся чересчур эмоциональными, выходите из позиции. В журналах больше нет ничего, что могло бы вам помочь, но обложки в этом плане весьма полезны. Это не обвинение в адрес издателей и журналистов, но как раз при окончании большого тренда наблюдается эмоциональная разрядка общества, находящая отражение на обложках журналов» [80].

Мораль : Психология толпы – реальная вещь, и все это отражается в цене.

Ученики Сейкоты

Изнэн Кэтир: ученик Сейкоты № 1

Результаты Эда невероятны, но Изэн Кэтир, один из его учеников, предостерег нас от сравнений:

«Журналисты, интервьюеры и им подобные любят, хваля кого-либо, подстраховать себя и используют такие фразы, как “один из лучших трейдеров”, и т. п. Если взглянуть на динамику доходности модели Эда Сейкоты и сравнить ее с чьей-либо еще из трейдеров прошлого или настоящего, то станет ясно, что он лучший трейдер в истории и в текущем периоде. Не так ли? Кто может даже приблизиться к нему? Я никого не могу назвать. Ливермор зарабатывал целые состояния, но порой терял все до нуля. Есть множество примеров менеджеров, несколько лет показывающих стремительный рост прибыли, а впоследствии прогоравших. Привычно упоминающиеся имена – Баффет и Сорос, но их доход не составляет и половины годового дохода Эда. Кто-то может использовать другие показатели, например коэффициент Шарпа, величину активов в управлении, и, возможно, получить таким образом другой результат. Но по одному ключевому показателю – чистой доходности – Эд опережает всех, кого я знаю, а я возвращаюсь в сфере управления финансами уже 20 лет».

Джейсон Рассел: ученик Сейкоты № 2

Джейсон Рассел из J. Russel Capital – ученик Эда Сейкоты. Он вкратце ознакомил нас с процессом обучения, который практикует Эд:

«Работая с Эдом в последние пару лет, я научился многим вещам, одна из важнейших среди которых: “Применяй следование тренду в жизни так же, как и в торговле. Освобождение себя от необходимости понимать причины происходящего полезно в отношениях с семьей, друзьями и недругами точно так же, как и при входе на рынок и уходе с него. Это также приносит дополнительный выигрыш, повышая ваш уровень трейдерского профессионализма”».

Многие трейдеры не отдают себе отчета в том, как проста жизнь на самом деле. Это сходно с тем, как Рассел описывает взгляд Сейкоты на простоту:

«На рынке господствует простота безо всяких усложнений. Эд проводит там много времени. Он слушает, чувствует, выражается ясно и четко. Он мастер своего дела. До работы с Эдом я годами учился, читал и продвигался по карьерной лестнице. Все это было полезно, поскольку помогло мне достичь высокого уровня профессионализма в области технического анализа. Тем не менее каким-то образом во время процесса обучения у Эда я оценил по достоинству принцип упрощения. Майлза Дэвиса однажды спросили, о чем он думает, когда слушает свою собственную музыку. Он ответил: “Я всегда думаю, что можно оттуда убрать”. Это напоминает Эда».

Дэвид Драз: ученик Сейкоты № 3

В одном из опубликованных интервью Дэвид Драз описал, каково это – работать с Эдом Сейкотой:

«Это было одно из самых потрясающих впечатлений в моей жизни. Он умнейший трейдер из всех, кого я когда-либо встречал. Я не думаю, что кто-нибудь может даже приблизиться к нему. Он великолепно разбирается в механизме функционирования рынков и действий экономических агентов. Почти жутко находиться с ним рядом. Очень нелегко было с ним работать из-за используемой им “умственной гимнастики”. Если вы слабая личность, он быстро это поймет. Но это хорошо, так как успешные

трейдеры должны знать себя и свои личные слабости. Время, проведенное с Эдом, стало одним из лучших периодов в моей жизни и дало мне огромное чувство уверенности – но я никак в связи с этим не изменил свой стиль торговли. Эд Сейкота – это настоящий волшебник» [81].

Эд первым бы возразил, что он не волшебник. Хотя, наверно, человеческой природе свойственно приписывание феноменального успеха в трейдинге магическим силам, в действительности следование тренду – это метод проб и ошибок. Ошибки – это все те небольшие потери, которые происходят во время попыток обнаружить те самые значительные тренды.

Джим Хэмер: ученик Сейкоты № 4

Мы также попросили другого ученика Сейкоты описать стиль трейдинга своего наставника, но Джим Хэмер, торгующий по тренду, родом из Уильямсбурга, штат Вирджиния, посчитал важным рассказать нам о жизни Эда вне рынков:

«В начале 1997 г. я чуть больше двух месяцев жил с Эдом и его семьей. Одно из наиболее поразительных свойств, которые я обнаружил у Эда, – это его одаренность, проявляющаяся во многих сферах жизни, лишь одной из которых является трейдинг. Он показал мне музыкальный видеоклип, который он продюсировал много лет тому назад. Это была отличная постановка. Также за несколько лет до видео он записал альбом. Он очень талантливый музыкант. Моя любимая песня – “Бычий рынок”, которую он, бывало, играл мне на своей акустической гитаре. В течение того времени, что я находился рядом с ним, он был очень увлечен экспериментами, в ходе которых пытался пересмотреть определения воздушных потоков согласно принципу Бернулли. Он тратил огромное количество времени на сбор научных трудов и отсылку их экспертам в этой области. Он блестящий ученый. Однажды мы отправились в “научную командировку”, чтобы посетить законодателя штата, где жил Эд, для обсуждения законодательства, регулирующего деятельность частных школ, и их влияние на детей Эда и учащихся Невады. Вскоре после моего отъезда Эд отправился в местный школьный совет. Он обладает знаниями в сфере образования и живым интересом к нему. Эд Сейкота никогда не будет ассоциироваться исключительно с трейдингом. У него есть жажда познания, и он – современный представитель эпохи Возрождения».

Чарльз Фолкнер, описанный в главе 4, однажды сказал мне, что, по его мнению, если бы Сейкота решил посвятить себя науке, он бы завоевал Нобелевскую премию. Однако мы оба знали, что Сейкота не потерпел бы жизни «в башне из слоновой кости». Это человек, которому по душе быть «здесь и сейчас», где он может столкнуться с реальными проблемами и найти их реальное решение. Он предпочитает жить своим трейдингом, а не восхищаться им. Это его страсть.

Основные положения

- Эд Сейкота: «Каждый получает от рынка то, что хочет, будь то прибыль или убыток. Некоторым нравится проигрывать, поэтому они выигрывают, теряя деньги».

- Эд Сейкота: «Чтобы избежать убытков от “пилообразных” колебаний цен, прекратите торговать».

- Эд Сейкота: «Рискуйте не больше, чем вы можете себе позволить потерять, и в то же время достаточно, чтобы выигрыш был существенным».

- Эд Сейкота: «Следование тренду – это упражнение в наблюдении за каждым

текущим моментом и реакции на него».

- Эд Сейкота: «Сторонники фундаментального анализа и прогнозирования могут столкнуться с трудностями при управлении риском, поскольку торговля кажется тем “лучше”, чем больше она оборачивается против них».

- Эд Сейкота: «До тех пор пока вы не изучите основную литературу и не проведете некоторое время рядом с успешными трейдерами, можете считать, что вы ограничили свою торговлю пространством супермаркета».

- Эд Сейкота: «Я не прогнозирую несуществующее будущее».

Кейт Кэмпбелл

Несмотря на то что Кейт Кэмпбелл является одним из ведущих (по сумме клиентских активов в управлении) и опытнейших трейдеров, торгующих по тренду, он и его компания *Campbell and Company* практически не известны широкой публике. Интернет-поиск не даст вам почти никакой информации об их трейдинге. Вы можете подумать, что, имея \$5 млрд клиентского капитала (без учета кредитного рычага), *Campbell & Co* . должны быть столь же хорошо известны, как *Fidelity* .

Если вы имеете дело с очень закрытым трейдером, обратитесь к ежемесячным показателям его деятельности начиная с середины 1970-х гг. Это позволит восполнить недостаток информации, обусловленный непрозрачностью, которой он себя окружил. Эти данные (график 2.7) правдиво повествуют об успехе такого торгующего по тренду трейдера, как Кейт Кэмпбелл, даже если сам он не расположен это делать.

Сравнительная динамика прироста капитала при инвестировании по программе Кэмпбелла и в индекс S&P 500 Cash Index

Апрель 1983 г. — ноябрь 2003 г.

Стартовый капитал составлял \$1000

и далее наращивался по методу сложного процента

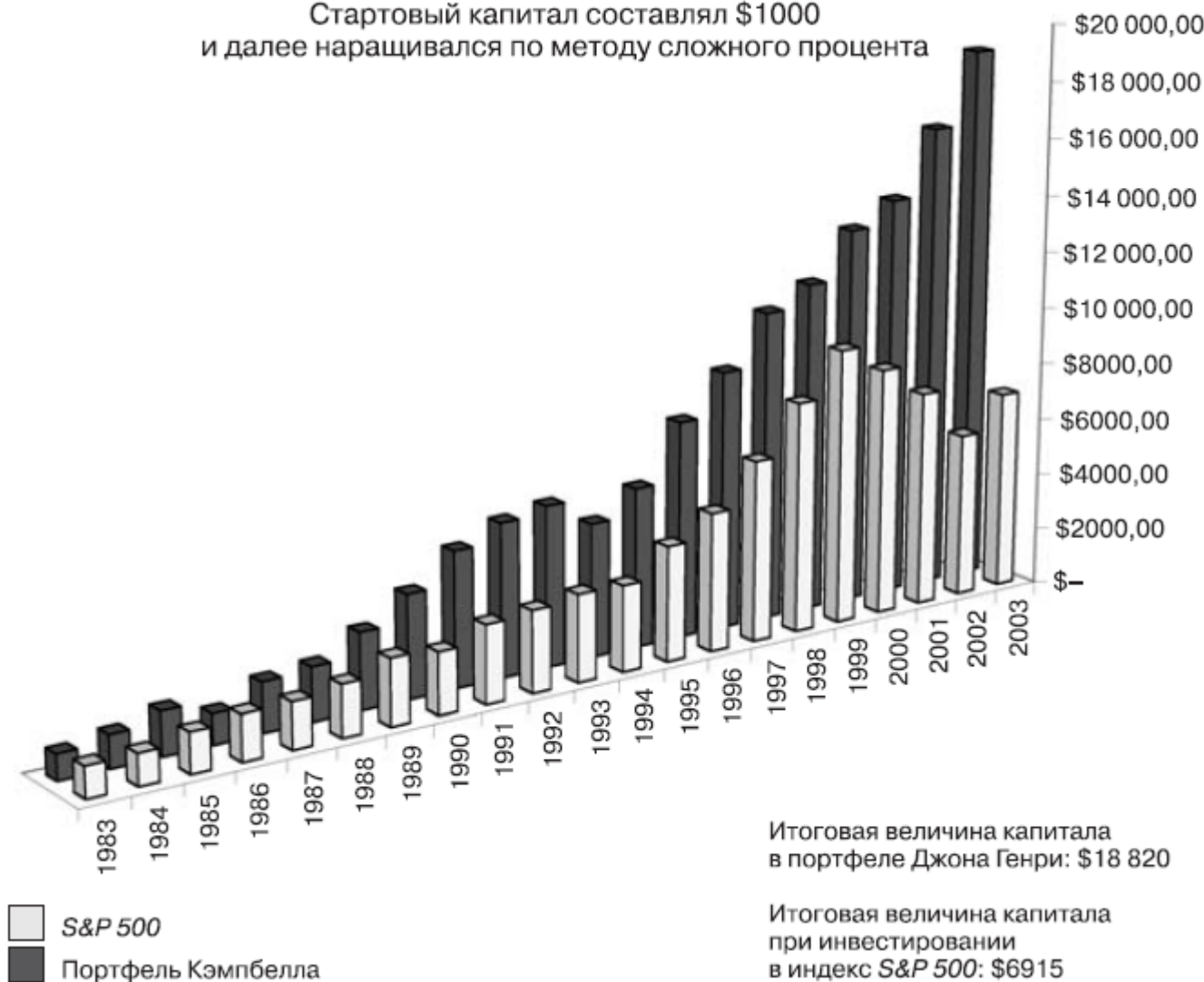


График 2.7. Рост условной суммы в \$1 тыс., инвестированной в Campbell & Co.

О Кейте Кэмпбелле Возможно, одна из причин, по которой торгующие по тренду любят неожиданности, связана с тем, что многие из них не намеревались становиться трейдерами. Когда неожиданно для себя они начинали заниматься трейдингом, они понимали, что чувствуют себя в мире финансов как рыба в воде, и в конце концов приходили к следованию тренду как идеальной стратегии. В 1960-х гг. Кейт Кэмпбелл начал работать в Калифорнии, где он мог и кататься на лыжах, и заниматься серфингом. Когда его товарищ по комнате, которую они вместе снимали, съехал, Кэмпбелл дал объявление об освободившемся месте и таким образом познакомился с брокером товарной биржи Четом Конрадом. В одном из интервью Кэмпбелл вспоминает: «(Конрад) убедил меня поучаствовать в трейдинге в качестве клиента. Но он всегда сетовал, что у него недостаточно денег для торговли». В другом интервью Кэмпбелл описывает, как в 1971 г. он аккумулировал средства двенадцати инвесторов на сумму \$60 тыс. для организации своего первого фьючерсного фонда, в котором было три консультанта – сторонник фундаментального анализа, чартист [82] и сторонник

использования графиков «крестики-нолики» [83] . Когда этот фонд начал стабильно функционировать, Кэмпбелл основал Campbell Fund, а затем, 1 января 1972 г., оба фонда слились. Несколько лет спустя пути Кэмпбелла и Конрада разошлись. Конрад переехал на озеро Тахо, где занялся смелыми спекуляциями с сахаром, благодаря которым заимствованные для этой цели \$10 тыс. выросли до \$3 млн. Кэмпбелл остался верен своему фонду, на сегодняшний день старейшему из тех, что работают на товарных биржевых рынках [84] .

Однако было бы несправедливо считать Campbell & Солишь «товарным фондом», поскольку Кэмпбелл торгует не только товарами. Джим Литтл из Campbell & Со.не оставляет в этом сомнений, описывая широкое разнообразие рынков, на которых они оперируют, включая фондовый:

«Мы всегда ищем не коррелирующие между собой стратегии, максимизирующие прибыль при заданном уровне риска, будь то модели стратегии управляемых фьючерсов, или длинные и короткие позиции в обыкновенных акциях, или что-нибудь другое. Мы обладаем 30-летним опытом в открытии длинных и коротких позиций в фондовых индексах, облигационных фьючерсах и валюте; не слишком отличаются и аналогичные сделки с акциями».

Но, как и у Джона Генри, торговля на различных рынках не означает применения сложных трейдерских стратегий. Кэмпбелл также против усложнений:

«Для меня очень некомфортна торговля по методу “черного ящика”, когда я имею дело с алгоритмами, которых не понимаю. Мы могли бы описать все, что мы делаем, карандашом на обороте конверта» [85] .

Замечание Кэмпбелла об «обороте конверта», должно быть, явилось откровением для тех, кто считает трейдинг чрезвычайно сложным делом. Настоящий секрет успеха Кейта Кэмпбелла, как и других выдающихся трейдеров, торгующих по тренду, – это его самодисциплина, позволяющая ему строго придерживаться своих правил даже в тяжелейшие времена.

Доходность Кэмпбелла в сравнении с распространенными ориентирами Хотя мы не сторонники проведения сопоставлений с целевыми ориентирами, в табл. 2.1 представлено сравнение различных классов активов в периоды падения их стоимости:

Таблица 2.1. Максимальное наблюдавшееся кумулятивное падение в процентном отношении. 1972–1994 гг.

Актив	Падение, %	Период времени
S&P	-43	12.1972–09.1974
Fidelity Magellan	-63	06.1972–09.1974
Campbell's Oldest Fund	-36	09.1974–03.1976
Lehman Brothers Government Bond Index	-12	01.1994–10.1994

Многим скептикам нравится считать, что торгующие по тренду – единственные, кто терпит убытки. В таблице показаны реальные данные о потерях по нескольким индексам и типам фондов.

Убытки случаются – это объективная реальность. Важно смириться с этим и уметь управлять ими, когда они возникают. В противном случае вам останется

наблюдать за падением индекса NASDAQ на 77 % до низшей точки, как на протяжении 2000–2002 гг., не имея никакого плана дальнейших действий. Покупать и надеяться?

Тем не менее стратегии Кейта Кэмпбелла ставятся под сомнение большинством финансистов Уолл-стрит, особенно «старой гвардией», которая стремится подчеркнуть рискованность следования тренду. Кэмпбелл опровергает мнение о рискованности таких финансовых инструментов, как фьючерсы.

«Широко распространено убеждение о том, что фьючерсные рынки чрезвычайно волатильны и, следовательно, уровень риска при инвестициях во фьючерсы очень высок, гораздо выше, чем для рынка акций. В реальности обычно цены на фьючерсы менее подвержены колебаниям, нежели цены на обыкновенные акции. Впечатление о значительном уровне риска создает величина кредитного рычага, а не рыночная волатильность. Действительный риск операций с фьючерсами зависит, кроме всего прочего, от величины такого рычага» [86].

Торгующие по тренду, такие как Кейт Кэмпбелл, тщательно управляют величиной кредитного рычага. Для них это ключевой элемент в управлении рисками. Это часть стратегии, позволяющей им день за днем, год за годом вновь возвращаться на рынок, торговать и получать прибыль. Подробнее мы остановимся на этом в главе 8.

Корреляция и согласованность Периоды получения прибыли большинством торгующих по тренду не совпадают с периодами роста привычных индикаторов рынка, таких как фондовый индекс S&P Campbell, как и John W. Henry & Company, не коррелируют с рыночными фондовыми индексами (табл. 2.2).

Таблица 2.2. Анализ корреляции между Campbell Composite и S&P 500 Index. Январь 1980 – ноябрь 2003 г. (Источник: Campbell & Co.)

Прибыль по обоим портфелям	96 из 287 месяцев
Противоположный результат у двух портфелей	150 из 287 месяцев
Убыток по обоим портфелям	41 из 287 месяцев

Еще более показательными, чем слабая корреляция между динамикой общей доходности портфеля Кейта Кэмпбелла и используемого в качестве ориентира индекса S&P, являются его показатели доходности (табл. 2.3), которые последовательны в ежемесячной и годовой динамике, а также в «скользящих окнах» с периодами 12, 24, 36, 48 и 60 месяцев.

Теперь вы лучше осведомлены о Campbell & Co.? В качественном отношении, возможно, и нет, но что касается количественных показателей, то динамика доходности компании еще раз подтверждает эффективность следования тренду.

Таблица 2.3. Историческая динамика показателей доходности, характеризующих портфель Кэмпбелла. Январь 1980 – ноябрь 2003 г. (оценки) (Источник: Campbell & Co.)

Январь 1980 — ноябрь 2003 г. (оценки)	Количество временных периодов	Количество прибыльных периодов	Количество убыточных периодов	Доля прибыльных периодов в общем количестве, %
Ежемесячная динамика	287	161	126	56,10
Годовая динамика	31	26	5	83,87
«Скользящее окно» с периодом в 12 месяцев	276	217	59	78,62
«Скользящее окно» с периодом в 24 месяца	264	228	36	86,36
«Скользящее окно» с периодом в 36 месяцев	252	226	26	89,68
«Скользящее окно» с периодом в 48 месяцев	240	240	0	100,00
«Скользящее окно» с периодом в 60 месяцев	228	228	0	100,00

Основное положение • Campbell & Co.: «Мы могли бы описать все, что делаем, карандашом на обороте конверта».

Джерри Паркер

Впервые я побывал в первом офисе Джерри Паркера в Манакин-Саботе, штат Вирджиния, в 1994 г. Манакин-Сабот – это сельский пригород Ричмонда. Это, как говорится, периферия. Почему я об этом пишу? Потому, что за несколько месяцев до того я был в офисе Salomon Brothers в Южном Манхэттене, где в первый раз моему взору предстала их огромная торговая площадка, выглядевшая как эпицентр всего мирового трейдинга. Восхищение улетучилось, когда я впервые увидел скромный офис

Паркера в Манакин-Саботе. Вы бы ни за что не догадались, что именно здесь серьезный, спокойный исполнительный директор Chesapeake Capital Management управляет средствами на сумму более \$1 млрд. Для Джерри Паркера, так же как и для Билла Данна, внешние атрибуты не имеют значения.

Паркер вырос в Линчбурге, штат Вирджиния, окончил Университет Вирджинии. Он работал бухгалтером в Ричмонде, когда подал заявление на участие в программе стажировки Ричарда Денниса, и стал первым принятым Деннисом студентом.

Практичный и последовательный, позже, в 1988 г., он основал свою собственную управляющую компанию Chesapeake Capital. Он принял решение снизить риск и, соответственно, прибыль для своих клиентов, поэтому предпочел «черепаший» подход к трейдингу, т. е. стратегию следования тренду с немного сниженными показателями доходности. Иначе говоря, он взял очень агрессивную систему управления денежными средствами и приспособил ее под тех инвесторов, для которых более комфортен пониженный уровень риска и которых устраивает при этом уменьшение прибыли.

Даже несмотря на то что он добивался меньшего уровня риска, его прибыль в 1993 г. составила невероятные 61,82 %, что принесло известность его компании (график 2.8). Однако сегодня рентабельность его компании, как правило, находится на уровне 12–14 %. Более консервативный подход к стратегии следования тренду

отличает его, к примеру, от Билла Данна или Эда Сейкоты, системы которых всегда были предназначены для максимизации прибыли. Паркер действует несколько иначе, но не менее успешно. Я познакомился с Паркером в 1995 г. и затем еще раз общался с ним в начале 2000 г., и во время каждой из этих встреч на меня производили сильное впечатление его целеустремленность и скромность.

Сравнительная динамика прироста капитала при инвестировании в Chesapeake и в индекс S&P 500 Cash Index

Февраль 1988 г. — ноябрь 2003 г.

Стартовый капитал составлял \$1000

и далее наращивался по методу сложного процента

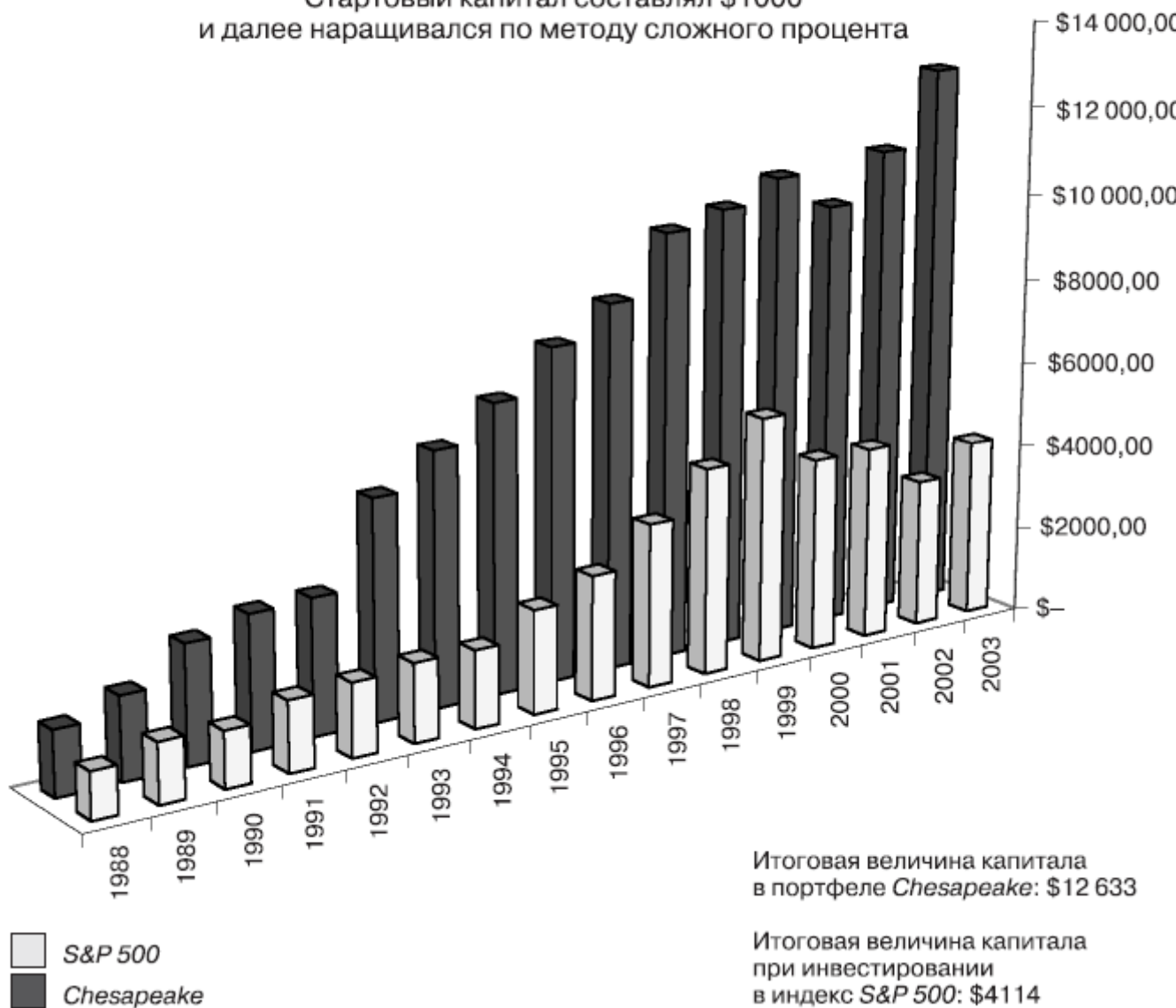


График 2.8. Рост воображаемой суммы в \$1 тыс., инвестированной в Chesapeake Capital

Джентльмен из Вирджинии Во время спада 1998 г. Джерри Паркер выступал на ежегодной выставке «Фьючерсы и опционы» в Чикаго. На пике бума вокруг доткомов следование тренду казалось скучным, особенно когда выступающий был так самокритичен и серьезен, как Паркер. В своей речи он затронул полный спектр разновидностей философии следования тренду. Половину выделенного ему времени он отвел на вопросы, и это было возможностью для слушателей получить некоторое представление о торговых технологиях его компании. Как бы скептически ни была

настроена аудитория Паркера, это не помешало ему дать простые, прямые и серьезные советы в области трейдинга тем, кто был в этом заинтересован.

Об опасности стратегии «покупай и держи»:

«Стратегия “покупай и держи” неразумна. Для чего удерживать активы?

Ключевой характеристикой успешных трейдеров является их готовность использовать финансовый рычаг при инвестировании... многие [трейдеры] слишком консервативны, когда речь идет об использовании финансового рычага» [87].

О нелепости предсказания возможного направления рыночной динамики:

«Я этого не знаю, и мне это неинтересно. Система, которую мы используем в Chesapeake, построена на предположении, что рынок сам знает, в каком направлении он развивается» [88].

О своей торговой системе, основанной на следовании тренду:

«Это идет вразрез с тем, чего хотят клиенты: модных идей, масштабных исследований, интуитивного подхода, позволяющего узнать заранее, что произойдет, например усилить позицию на фондовом рынке прежде, чем будет снижена процентная ставка. Но, разумеется, вы не можете предвидеть заранее, что случится, и, возможно, снижение ставки сигнализирует о начале крупного тренда, и, может быть, лучше войти на рынок после этого. Таков наш подход. Мы не имеем никаких предрассудков по поводу коротких или длинных позиций» [89].

О торговле против тренда или внутридневной торговле:

«Причина этого в том, что многим трейдерам, так же как и их клиентам, не нравится следование тренду. Это нелогично, неестественно, слишком долго, недостаточно захватывающе» [90].

О выдаче желаемого за действительное жертвами недавних рыночных кризисов:

«Они говорили: “Рынок ошибается, тенденция переломится”. Рынок никогда не ошибается» [91].

Спросите себя: чего вы хотите больше – быть правым или получать прибыль? Это разные вещи.

Паркер снижает значение интеллекта. Успех использования стратегии следования тренду в гораздо большей степени обусловлен самодисциплиной, нежели академическими достижениями как таковыми. Паркер искренен относительно требуемого для работы в его компании уровня интеллекта:

«У нас есть система, применяя которую нам не нужно полагаться на свои интеллектуальные способности. Одна из важнейших причин того, почему мы эффективно действуем на рынках, в том, что никто не может понять, что происходит» [92].

Лучшие торгующие по тренду, такие как Джерри Паркер, охотно признают, что интеллект как таковой – это не панацея. Они также знают, что последние сводки новостей дня – это не та информация, которая может воздействовать на их решения о том, когда и сколько продавать или покупать в любой момент времени:

«На качественные подходы к трейдингу не должны оказывать влияние наши гордость и суждения» [93].

Паркер также обучал других трейдеров и оказал на них влияние. Не нужно далеко ходить за замечательным примером следования тренду, «ускользнувшим из поля

зрения» СМИ, – это партнер Джерри Паркера Салем Абрахам.

Салем Абрахам – тexasский пионер

Салем Абрахам действует иначе, чем большинство торгующих по тренду. Он действительно подтверждает, что физическое местоположение не имеет значения для успеха:

«Сложно найти в США финансовую компанию, столь же далекую от Уолл-стрит как в географическом, так и в культурном отношении, как Abraham Trading Company. Салем расположился в том же здании, где когда-то его дед Малуф Абрахам вел переговоры с местными политиками и хозяевами скотоводческих ферм, развивая масштабный бизнес по спекуляциям с земельными участками. Сейчас Abraham Trading Company превратилась в одну из самых необычных в стране трейдерских компаний» [94].

Салем Абрахам понял, что обладает врожденной способностью и интересом к трейдингу, будучи студентом в Университете Нотр-Дам. Как и Грег Смит, один из учеников Сейкоты, он выяснил, какие трейдеры наиболее успешны, и открыл для себя следование тренду. После окончания университета Абрахам вернулся домой на семейное ранчо в Канадиан, в Техас, и обсудил идею зарабатывания на жизнь трейдингом со своим дедушкой, который осторожно согласился помочь ему на старте. По словам Абрахама, ему был назначен полугодовой «испытательный срок», а затем, в случае неудачи, он должен был отказаться от этой идеи (выбросить в окно «котировальную машину») [95].

Абрахам не потерпел неудачи. Он быстро развил бизнес Уоллстрит в самом что ни на есть «антиуолл-стритовском» варианте. Мировоззрение Абрахама поразительно отличается от того, которое вы можете обнаружить у первоклассного трейдера:

«Ни один сотрудник нашей компании не является выпускником “Лиги плюща” [96]. Большинство работающих в Abraham Trading в прошлом трудились на местных скотоводческих фермах или в газодобывающих и трубопроводных компаниях. Их обучение премудростям трейдинга и арбитража происходило в ходе практической работы у 37-летнего г-на Абрахама. “Это лучше, чем в 6 утра перелопачивать навоз, – сказал Джефф Докрей, нанятый г-ном Абрахамом в качестве клерка после работы на скотоводческой ферме возле Канадиана. – Финансовые рынки сложны, но работать на них не столь тягостно, как постоянно иметь дело со скотом”» [97].

Абрахам обрисовывает свой подход, выделяющий самую суть трейдинга:

«Базовая предпосылка трейдерского подхода АТС заключается в том, что цены на биржевые товары время от времени претерпевают значительные изменения в сторону повышения или понижения. Эти изменения цен известны как тренды, которые наблюдались и фиксировались с самого зарождения рынка. Есть все основания полагать, что на свободных рынках динамика цен будет продолжать характеризоваться трендами. В основе подхода АТС к трейдингу лежит использование этих изменений цен» [98].

Когда его спросили о родстве с Джерри Паркером, Абрахам привел потрясающий пример «седьмой воды на киселе»:

«На самом деле мы знаем Джерри Паркера и Chesapeake Capital. Кратчайшее объяснение, которое я могу вам дать, – это то, что он муж дочери брата мужа сестры

моего отца. Я не уверен, что это можно назвать родством, но что-то вроде того. Впервые я услышал о фьючерсах от него, когда он навещал родственников жены в Техасе».

Джерри Паркер знает, что возраст (и успех) Абрахама могут создать ему проблемы:

«Иногда люди возмущены тем, что молодой парень зарабатывает столько денег, – пояснил Джерри Паркер, хеджер из Ричмонда, штат Вирджиния, который последние 5 лет инвестирует в фонд Абрахама. – Я думаю, что он человек стоящий» [99].

На графике 2.9 представлены показатели доходности работы Абрахама.

Сравнительная динамика прироста капитала при инвестировании в Abraham Trading и в индекс S&P 500 Cash Index

Январь 1988 г. — ноябрь 2003 г.

Стартовый капитал составлял \$1000

и далее наращивался по методу сложного процента

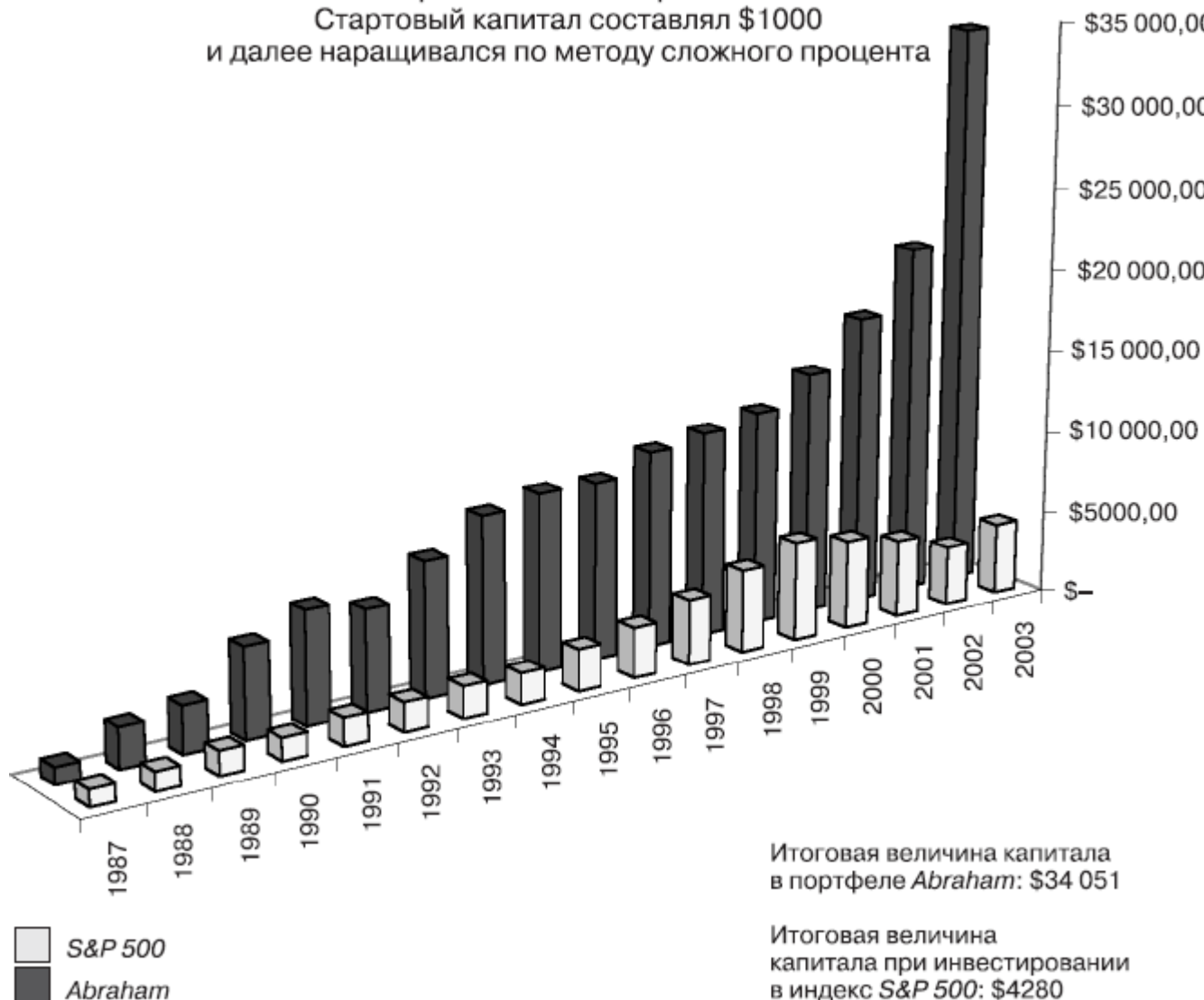


График 2.9. Рост воображаемой суммы в \$1 тыс., инвестированной в Abraham Trading Company

Если история Салема Абрахама чему-то учит, так это лишь тому, что, если вы хотите стать торгующим по тренду, не бойтесь выйти на рынок и встретить там других игроков. Паркер и Абрахам являются в высшей степени реалистами. Они усердно различными способами играют в игру с нулевой суммой и отлично это делают, но они

также нашли возможность балансирования ключевых составляющих своей жизни. Не подвергая сомнению свою добросовестность, они нашли способ применять свою трейдерскую философию и одновременно удовлетворять требования клиентов к наличию прибыли.

Основные положения • Джерри Паркер: «Ключевой характеристикой успешных трейдеров является их готовность использовать при инвестировании кредитный рычаг... многие [трейдеры] слишком консервативны, когда речь идет об использовании такого рычага».

• Джерри Паркер: «Многим трейдерам, так же, как и их клиентам, не нравится следование тренду. Это нелогично, неестественно, период слишком долгосрочный, недостаточно захватывающе».

• Джерри Паркер: «Рынок никогда не ошибается».

• В основе успеха следования тренду лежат неакадемические достижения.

Ричард Деннис

Ричард Деннис отошел от торговли. К сожалению, его уход был неверно истолкован некоторыми представителями прессы, провозгласившими это началом заката следования тренду. Действительно, в карьере Денниса бывали как значительные взлеты, так и глубокие падения, но само по себе следование тренду весьма эффективно.

Ричард Деннис родился и вырос в Чикаго, в непосредственной близости от биржевых залов. Он начал торговать еще будучи подростком, на \$400, которые накопил, работая разносчиком пиццы. Поскольку он был слишком молод, чтобы получить квалификацию члена биржи, он передавал сигналы своему отцу, который фактически и занимался трейдингом. В 17 лет ему наконец удалось устроиться работать на биржу в качестве посыльного и начать торговать [100].

Ученики Денниса: «Черепахи» В итоге Деннис достиг фантастического уровня благосостояния, его прибыль исчислялась сотнями миллионов долларов. Однако истинная слава пришла к нему благодаря его эксперименту в обучении начинающих трейдеров.

В 1984 г. он заключил пари со своим партнером Уильямом Экхардтом. Деннис полагал, что трейдингу можно научить. Экхардт же был согласен с теми, кто считал, что «трейдером нужно родиться». Они решили провести эксперимент, чтобы понять, смогут ли они обучить новичков успешному трейдингу. Более двадцати студентов были приняты на обучение по двум отдельным трейдерским программам. Деннис назвал свою группу «Черепахи» – после того, как, будучи в Сингапуре, побывал на ферме, где разводили черепах.

Как это началось? Деннис дал объявление в газете, гласившее: «Требуется трейдер» – и тут же около тысячи потенциальных трейдеров буквально завалили его заявлениями. Он выбрал чуть больше двадцати новичков, провел с ними двухнедельный курс обучения, а затем вручил им деньги, чтобы они торговали для его компании. Среди начинающих трейдеров были два профессиональных игрока в азартные игры, разработчик игр-фэнтези, бухгалтер и жонглер. Джерри Паркер, бывший бухгалтер, под управлением которого сегодня находится более \$1 млрд, был одним из нескольких, кто после этого курса продолжил заниматься трейдингом и стал

одним из ведущих финансовых управляющих [101].

Хотя Ричард Деннис, кажется, достоин звания профессора следования тренду, многие другие торгующие по тренду, включая Сейкоту, Данна и Генри, стали учителями для многих очень успешных трейдеров. Не забудьте также, что не все «черепахи» стали победителями в биржевой игре. Выйдя из-под опеки Денниса и начав торговать самостоятельно, несколько «черепах» потеряли немалые деньги. Их главными проблемами часто были слабый уровень личной дисциплинированности в сочетании с неполным пониманием психологии, необходимой для успеха. Вероятно, некоторые «черепахи», начав оперировать на рынке самостоятельно, не смогли справиться с этой задачей без надежного руководства своего наставника.

Это не критика системы обучения Денниса. Это скорее подтверждение того, что некоторые люди не могли придерживаться правил торговой системы в том виде, в каком она им преподавалась, или, возможно, их с самого начала она не вполне устраивала. По резкому контрасту с ними Билл Данн был совершенно неизвестен широкой публике, когда в 1980-х гг. «черепахи» вышли на рынок. С тех пор Билл Данн медленно и уверенно превзошел большинство, если не всех, торгующих по тренду в деле максимизации прибыли. Ошибкой было бы назвать его «черепахой». Вам, должно быть, любопытно, послужило ли что-либо в маленьком единоличном предприятии Билла Данна импульсом к формированию тех самых качеств, которые позволили ему оставить далеко позади «черепах», имевших, казалось, более высокий стартовый уровень. Долгие годы многие «черепахи» даже отказывались признать себя торгующими по тренду, в то время как Билл Данн был всегда честен в этом вопросе. Помогли ли «черепахам» в долгосрочной перспективе шумиха и таинственность, окружавшие их, что было описано позже в книгах о «магах рынка»?

Тем не менее широкая известность истории «черепах» подтверждает, что критерии, используемые Деннисом при выборе учеников, все же были весьма продуманны.

Процесс отбора «черепах» Дейл Деллутри, бывший сотрудник фирмы Денниса, курировал группу «черепах». По его словам, они искали «людей сообразительных и обладающих оригинальными идеями». В конечном итоге среди отобранных претендентов оказалось несколько игроков в блэкджек, актер, охранник, а также разработчик игры-фэнтези «Dungeons and Dragons». Кандидатов тестировали, в частности, задавая им вопросы, требующие ответа «верно» или «неверно».

Если бы вы были на месте соискателя, которому задали вопрос: «Вы предпочитаете находиться в длинной или в короткой позиции в зависимости от того, какая из них вам больше по душе?» – вы, например, могли, ответить: «Верно», решив, что данное утверждение отражает подход Денниса. Или же, возможно, вы бы сказали: «Да, логично, что Деннис сочтет, что на начальном этапе я должен точно знать, при каком уровне цен ликвидировать позицию, если я получаю прибыль». Ваши ответы были бы неверны.

Вы, возможно, подумали бы, что его стратегия включает такие правила, как «количество контрактов, торгуемых на каждом из рынков, должно быть одинаково», или «если можно рисковать \$100 тыс., то нужно рисковать \$25 тыс. на каждом трейде», или что трейдеры, забирая прибыль с рынка при достижении определенного ее

уровня, никогда не могут обанкротиться. Однако вы были бы неправы, поскольку эти утверждения ведут к ошибочному пониманию стратегии следования тренду.

Вам могло показаться логичным, что Деннис посчитает, что значительная доля трейдов должна приносить прибыль и что необходимость и желание заработать – хорошая мотивация для успешного трейдинга. Вы могли даже подумать, что Деннис в своей торговле полагается на интуицию. Если бы вы пришли к таким выводам, вас бы не выбрали, потому что все они ошибочны.

С другой стороны, если бы вы отвечали на вопросы и согласились бы, что в начале обучения вы должны точно знать, когда ликвидировать позицию, если вы несете потери, или что в идеале средняя прибыль должна в три или четыре раза превышать средний убыток, у вас был бы шанс, поскольку эти утверждения верны. Вы также могли бы пройти по конкурсу, если бы поддержали мысль Денниса о том, что трейдер охотно должен позволять прибыли превратиться в убыток и что он больше узнает, неся потери, нежели получая доход.

Не все вопросы требовали согласия или отрицания. Деннис также просил претендентов вкратце письменно объяснить, почему им бы хотелось с ним работать, и привести случай, когда им приходилось принимать решение под давлением, пояснив, почему было принято именно такое решение. Кандидатам также необходимо было описать ситуацию из своей жизни, когда им пришлось рисковать, и объяснить, почему они пошли на риск. На первый взгляд эти вопросы могут показаться элементарными, но Деннису было безразлично, что вы об этом подумаете:

«Я думаю, мне бы не понравилось, если бы все сочли, что я сумасшедший или что меня ждет неудача, но для меня это не имело бы сколько-нибудь существенного значения, поскольку я знал, чего хочу добиться и каким образом я это сделаю» [102].

На первом месте для Ричарда Денниса стало стремление стать лучшим. Нужно просыпаться с внутренней мотивацией и желанием добиться этого. Необходимо стремиться к этому. Ричард также в общих чертах обрисовал проблему определения целевого уровня прибыли (важнейший урок, преподанный «черепахам»):

«Если вы находитесь в какой-либо позиции, это значит, что у вас была причина ее открыть и нужно сохранять ее до тех пор, пока не исчезнет эта причина. Не изымайте прибыль с рынка просто ради получения прибыли» [103].

Деннис разъясняет, что если вы не знаете, когда окончится тренд, но знаете, что он может продлиться гораздо дольше, зачем выходить из игры?

Деннис, клиенты и банкротства В то время как некоторые из его учеников сделали успешную карьеру в сфере управления денежными средствами (а некоторые нет), Деннис, кажется, демонстрирует худшие результаты при торговле для своих клиентов. Если бы Деннис торговал лишь для себя, его, возможно, ждал бы больший успех (и богатство). Очевидно, у него возникают проблемы при торговле для клиентов, которые не понимают природу следования тренду. Его последняя попытка управления клиентскими средствами, завершившаяся одновременно со спадом 2000 г., принесла ему прирост годового дохода на 26,9 % (после уплаты налогов), при этом в расчеты включены 2 года, когда прибыль на вложенный капитал превышала 100 %. Тем не менее он прекратил торговать для клиентов после сокращения капитала в 2000 г. Его клиенты отзывали свои средства как раз перед тем, как его доходность могла начать

стабильно расти. Есть ли у нас сомнения в том, что это должно было случиться?

Обратитесь к примеру Dunn Capital Managementили любого другого торгующего по тренду – и вы увидите, что произошло после кризиса 2000 г. Если бы эти нетерпеливые клиенты остались с Ричардом Деннисом с момента того спада по настоящее время, они были бы щедро вознаграждены, получив доход, значительно превосходящий, для сравнения, прибыль при покупке и удержании активов на фондовом рынке.

Один из важнейших уроков, которые может усвоить трейдер, – то, что торговля для себя и для клиентов – это разные вещи. По словам Джона Генри, всегда непросто терять деньги клиентов. Трейдеры, сосредоточившиеся лишь на приумножении собственного капитала, часто обладают существенным преимуществом перед доверительными управляющими. Последние вынуждены постоянно иметь дело с давлением со стороны клиентов и их ожиданиями.

Возможно, источниками проблем Денниса были не только давление со стороны клиентов и их ожидания. Например, Деннис говорил, что он не может создать компьютерную программу, если компьютер поведет себя неожиданно и поставит его в тупик. Он, как и многие, отдавал программирование на аутсорсинг. Однако необходимо сказать несколько слов о знании механизма работы системы. Обычно считается, что Эд Сейкота создал первую компьютерную программу для трейдинга. Билл Данн и его сотрудники создали собственное программное обеспечение для своих торговых систем. Иначе говоря, возможно, стоит освоить навыки языка программирования C++, если вы собираетесь использовать в торговле систему следования тренду.

Основные положения • Ричард Деннис: «Трейдингу оказалось еще легче обучить, чем я предполагал. Странно, но это даже казалось почти унижительно».

• Ричард Деннис: «Если вы находитесь в какой-либо позиции, это значит, что у вас была причина ее открыть и нужно сохранять ее до тех пор, пока не исчезнет эта причина. Не изымайте прибыль с рынка просто ради получения прибыли. Необходимо иметь стратегию торговли, знать, как она действует, и неуклонно следовать ей».

• Ричард Деннис: «Источником вашего дохода является не фундаментальный анализ, а покупки и продажи».

Ричард Дончиан

Отец следования тренду

Хотя Ричарда Дончиана больше нет с нами, он продолжает оказывать влияние на торгующих по тренду. Он известен как отец-основатель стратегии следования тренду. Разработанная им торговая система технического анализа стала основой, опираясь на которую позже другие торгующие по тренду построили свои системы. Откуда, как бы вы думали, берет начало система «черепак»? Он знаменит и среди трейдеров вообще как основатель доверительного управления денежными средствами. Начиная с 1949 г., когда он основал первый в этой сфере управляющий фонд, и до самой своей смерти он делился результатами своих изысканий и был учителем и наставником многих современных трейдеров, торгующих по тренду.

О Ричарде Дончиане

Ричард Дончиан родился в 1905 г. в Хартфорде, в штате Коннектикут. В 1928 г. он окончил Йельский университет и получил степень бакалавра экономики. Он был

настолько увлечен трейдингом, что, даже потеряв свои вложения во время краха фондового рынка в 1929 г., вернулся на Уолл-стрит.

В 1930 г. ему удалось получить заем для того, чтобы начать торговать акциями Auburn Auto, которую Уильям Болдуин в своей статье о Дончиане назвал Apple Computer своего времени. После того как торговля принесла Дончиану несколько тысяч долларов, он стал экспертом рынка, отслеживающим динамику цен и формирующим стратегии покупки и продажи, не заботясь при этом о «справедливой» стоимости инвестиций [104].

С 1933 по 1935 г. Дончиан составлял конъюнктурные обзоры рынка на основе технического анализа для компании Hemphill, Noyes & Co. Во время Второй мировой войны он прервал свою финансовую карьеру для службы в военно-воздушных силах в качестве офицера по контролю статистических данных, но после войны возвратился на Уолл-стрит и стал составлять обзоры рынка для Shearson Hamill & Company. Позже, в 1960 г., он занял пост вице-президента и директора по исследованиям товарных рынков в Hayden, Stone. Он начал тщательно фиксировать динамику цен на фьючерсы в рамках технического анализа, ежедневно заносил свежую информацию о ценах в бухгалтерскую книгу. Барбара Диксон, одна из его учеников, наблюдала, как он рассчитывал скользящие средние, от руки чертил графики и разрабатывал свои рыночные сигналы, не имея при этом в своем распоряжении ни выверенной базы данных, ни программного обеспечения, ни какой-либо возможности использования компьютера. Карманы его пиджака всегда оттягивали карандаши и точилка [105].

Большая часть работы Дончиана осталась незамеченной многочисленными финансовыми гениями, следовавшими по его стопам. Слова Диксон не оставляют сомнений в том, что работа ее наставника предшествовала трудам ученых-теоретиков, разработавших основы современной теории финансов, и послужила им образцом. Задолго до этого выпускник Гарварда Джон Литнер опубликовал количественный анализ прибыли, которую способно принести включение управляемых фьючерсов в состав инвестиционного портфеля, куда уже входят акции и облигации. Дончиан затрагивал те же вопросы в своем еженедельном обзоре рыночной конъюнктуры «Trend Timing Comments». Кроме того, Дончиан использовал такие понятия, как «диверсификация» и «риск-менеджмент», ключевые элементы современной теории портфеля, принесшей Уильяму Шарпу и Гарри Марковицу Нобелевскую премию по экономике в 1990 г [106].

Дончиан: воплощение упорства

Был ли у Дончиана день, когда он проснулся знаменитым? Когда ему исполнилось 42 года, под управлением Дончиана находилось лишь \$200 тыс., несмотря на составляемые им подробные графики динамики цен на акции и биржевые товары. Позже, когда ему было около 65 лет, все наладилось, и 10 лет спустя, во время работы в Shearson/American Express, в его управлении было \$27 млн. В год он получал \$1 млн в виде платежей и комиссий, а другой миллион зарабатывал, торгуя на свои собственные деньги [107].

Около 65 лет? Какое терпение и упорство! Подобно другим торгующим по тренду, Дончиан подчеркивает важность данных о ценах. Он не прогнозирует динамику цен, он лишь следует за ней. Его собственное объяснение своего успеха просто и старо, как

сама теория Доу [108] :

«Тренды появляются снова и снова. От многих людей можно услышать что-то вроде: “Цена на золото должна снизиться. Она выросла слишком быстро”. Именно поэтому 85 % инвесторов, занимающихся биржевыми товарами, теряют свои деньги», – поясняет он. Дончиан стремится строго придерживаться своей системы. «Сторонники теории фундаментального анализа предполагают сыграть на будущем повышении цен на рынке меди, – говорит он. – Но я сейчас в короткой позиции, поскольку наблюдается понижительный тренд» [109] .

Ученица Дончиана

Барбара Диксон стала одной из самых успешных женщин-трейдеров. Диксон окончила колледж Вассара в 1969 г., но, поскольку она была женщиной и специалистом в области истории, никто не хотел нанимать ее в качестве фондового брокера. Однако она не утратила решимости и в конце концов устроилась на работу в Shearson в качестве секретаря Ричарда Дончиана. На протяжении 3 лет Диксон получала неоценимые уроки следования тренду от Дончиана. После переезда Дончиана в Коннектикут в 1973 г. она осталась, чтобы самой пробить себе дорогу. Уже задолго до этого под ее управлением находилось около 40 счетов, сумма которых варьировала от \$20 тыс. до значительно превышавших \$1 млн.

Диксон до сих пор увлеченно применяет на практике подход Дончиана к трейдингу:

«Я не математик. Я убежден, что простое решение – самое лучшее и изящное. Никто до сих пор не сумел убедительно доказать мне, что сложные математические уравнения могут дать ответ на вопрос, повышательный, понижительный или “боковой” тренд наблюдается на рынке, и что это хоть чем-то лучше, чем анализ движения цен и следование простым правилам для определения этих трех ситуаций. Это те же правила, которые я применял в конце 1970-х годов» [110] .

Ричард Дончиан в очередной раз опередил свое время, когда говорил о чрезвычайной важности быстрого и простого метода принятия решений, что подробнее рассмотрено в главе 5.

В другом опубликованном отчете Диксон указывает, что хорошая система – та, что поддерживает вас на плаву и сохраняет ваш капитал невредимым, когда на рынке отсутствует тренд. Она объясняет, что смысл любой системы в том, чтобы вы могли войти на рынок, когда там возникает тренд. Ее мысль проста: «...не отказывайтесь от системы даже после полосы неудач». Она уверяет, что это очень важно, потому что как раз означает, что скоро начнется прибыльный период [111] .

Диксон не пытается предугадать динамику цен, равно как и не считает, что всегда права. Торгующие по тренду «выпрыгивают, как чертик из коробочки», как только появляется тренд, и максимизируют свою прибыль. Диксон разъясняет, что попытки предсказать момент высшей или низшей точки тренда несостоятельны. Вы надеетесь, что это продлится бесконечно долго, поскольку вы рассчитываете получить прибыль в долгосрочном периоде, однако по итогам каждого отдельного тренда вы признаете свою неправоту, если она имела место, и двигаетесь дальше [112] .

В наши дни большинство людей стремятся получить все самое новое и свежее, и все же мы до сих пор находим почти каждое слово Дончиана (и Диксон) более новым,

свежим и искренним, чем все, что публикуется в современных изданиях под заголовком «Финансы». Наше любимое высказывание Дончиана:

«Неважно, чем вы торгуете – акциями или соевыми бобами. Трейдинг есть трейдинг, и суть его в том, чтобы приумножить ваше благосостояние. Принцип успешной работы трейдера удивительно прост: не теряйте деньги. Это чрезвычайно важно для начинающих трейдеров, которым часто говорят: “Изучайте рынок и его игроков”. Это хороший совет, но следовать ему нужно с осторожностью. Само по себе изучение рынка не принесет вам дохода, и в конечном итоге вашей основной задачей должно стать получение прибыли, а не отличная оценка по чтению балансовых отчетов».

Простые слова Дончиана помогают объяснить, почему курс обучения теории финансов в бизнес-школе Wharton не содержит упоминания о Билле Данне, Джоне Генри, Эде Сейкоте, Кейте Кэмпбелле, Джерри Паркере или Ричарде Дончиане.

Основные положения

- Сумма на счете Дончиана стала отрицательной после краха фондового рынка в 1929 г.

- Он был одним из асов Пентагона во время Второй мировой войны. Он служил дешифровальщиком и тесно сотрудничал с Робертом Макнамарой во время службы по контракту в военно-воздушных силах.

- Дончиан основал фонд, который использовал в своей работе стратегию следования тренду, лишь в возрасте 65 лет. Он продолжал торговать, когда ему было за 90. Он лично обучил целую армию трейдеров искусству следования тренду. Среди его учеников были женщины, хотя в то время женщины не пользовались большим уважением на Уолл-стрит.

- Ричард Дончиан: «Никто до сих пор не сумел убедительно доказать мне, что сложные математические уравнения могут дать ответ на вопрос, повышательный, понижательный или “боковой” тренд наблюдается на рынке».

Джесс Ливермор и Диксон Уоттс

Эд Сейкота нашел источник мудрости и вдохновения в деятельности Ричарда Дончиана. Кто еще оказал влияние на торгующих по тренду? Как давно зародился этот стиль трейдинга? В ответ на этот вопрос следующие тренду рассказали бы о Джессе Ливерморе, трейдере, который торговал ценными бумагами и биржевыми товарами в начале XX в. и был торгующим по тренду еще даже до возникновения этого термина.

Джесс Ливермор родился в 1877 г. в Южном Эктоне, штат Массачусетс. В возрасте 15 лет он приехал в Бостон и поступил на работу в брокерскую фирму Paine Webber's Boston. Он изучал динамику цен и начал играть на их колебаниях. Когда Джессу было за 20, он перебрался в Нью-Йорк, чтобы торговать на фондовой и товарной биржах. За 40 лет занятий трейдингом он достиг мастерства в спекулировании на изменениях цен. Одним из его первостепенных правил было: «Никогда не действовать на основе информации из первых рук».

Неофициальной биографией Джесса Ливермора стали «Воспоминания биржевого спекулянта», опубликованные в 1923 г. Написанные журналистом Эдвином Лефевром, чье имя читатели, естественно, сочли псевдонимом самого Ливермора, «Воспоминания биржевого спекулянта» стали классикой Уолл-стрит. Многочисленные цитаты из

книги так прочно вошли в насчитывающий более 100 лет трейдерский обиход, что современные трейдеры не имеют ни малейшего представления об их происхождении. Мы выбрали несколько из его знаменитых уроков [113] :

1. «Человеку требуется длительное время, чтобы извлечь все уроки из своих ошибок. Говорят, что у любого явления, как у медали, две стороны. Но для фондового рынка существует только одна сторона, и это не “бычья” или “медвежья”, а правильная сторона».

2. «Я считаю, серьезным шагом вперед в моем трейдерском образовании стал тот момент, когда я понял наконец, что когда старый господин Партридж все повторял другим клиентам: “Ну, вы же понимаете, это «бычий» рынок!” – он на самом деле имел в виду, что хорошую прибыль можно получить не при единичных отклонениях, а при значительном движении рынка, т. е. не читая биржевых котировок, а оценивая рынок в целом и возникший на нем тренд».

3. «Причина в том, что человек может иметь ясное и четкое видение происходящего и все же поддаться нетерпению и сомнениям, когда ожидаемые им тенденции на рынке не спешат проявиться. Вот почему многие финансисты на Уолл-стрит, отнюдь не неразумные дети и даже не младшие школьники, тем не менее теряют деньги. Рынок не вредит им. Они вредят сами себе, поскольку, умея думать, они не в состоянии спокойно ждать. Старый индеек был чертовски прав в том, что говорил и делал. Он был не только смел в своих убеждениях, но и умен настолько, чтобы терпеливо ожидать».

4. «...Рядовой участник рынка не хочет, чтобы ему сообщали, что рынок “бычий” или “медвежий”. Чего он действительно желает, так это чтобы ему сказали точно, какую конкретную ценную бумагу покупать или продавать. Он хочет получить что-то из ничего. Он не желает работать. Он даже не хочет, чтобы ему приходилось думать. Слишком хлопотно подсчитывать деньги, которые он “находит на дороге”».

5. «Человек рискует половиной своего состояния на фондовом рынке, размышляя при этом меньше, чем при выборе автомобиля среднего класса».

Подумайте о масштабных спекуляциях, имевших место во время доткомовского бума в конце 1990 г., а затем вспомните о том, что Ливермор обращался к анализу рыночной конъюнктуры 75 лет назад.

Ливермор действительно написал одну книгу сам – «How to Trade in Stocks: The Livermore Formula for Combining Time, Element and Price». Она была опубликована в 1940 г. Книга эта редкая, ее сложно найти. Ливермор, бесспорно, был отличным трейдером. Он не был образцом для подражания. Его стиль трейдинга был смелым, и зачастую для него была характерна крайняя волатильность. Несколько раз он разорялся. Он зарабатывал и терял миллионы. Несмотря на это, его личные показатели трейдерской доходности не умаляют мудрости его слов.

Был ли Ливермор первым торгующим по тренду? Вряд ли. Одним из трейдеров, оказавших влияние на Ливермора, был Диксон Уоттс. Уоттс был президентом Нью-Йоркской хлопковой биржи с 1878 по 1880 г., задолго до появления CNBC – современного механизма ежедневного обмана зрителей, – и все же его слова продолжают оставаться, как и всегда, уместными:

«Что такое игра на бирже? Любой бизнес в той или иной мере является биржевой

игрой. Тем не менее в восприятии большинства биржевая торговля характеризуется исключительной неопределенностью. Несведущие люди полагают, что случай играет столь значительную роль в биржевых торгах и что они не подчиняются никаким правилам и неподвластны никаким законам. Это серьезное заблуждение. Прежде всего рассмотрим качества, существенные для биржевого игрока:

1. Уверенность в себе. Он должен самостоятельно принимать решения, действовать в соответствии со своими собственными убеждениями. Доверие к себе – это основа успеха.

2. Трезвое суждение. Это означает, что замечательная способность согласования возможностей друг с другом, называемая трезвым суждением, существенна для биржевого игрока.

3. Смелость. Речь идет об уверенности, необходимой, чтобы действовать в соответствии с собственными принятыми решениями. Для торговли на бирже подходит изречение Мирабо: “Будь смел и еще раз смел; будь всегда смел”.

4. Осмотрительность. Способность оценить опасность наряду с некоторой осторожностью и наблюдательностью весьма важна. Необходимо найти середину между этими двумя требуемыми свойствами – смелостью и осмотрительностью; осторожность – во время ожидания, смелость – во время действия. Тесно связано с этими качествами, а вернее проистекает из них, третье, а именно своевременность. Когда возникло убеждение, за ним должно последовать действие. Думайте и действуйте своевременно.

5. Гибкость. Способность изменить, пересмотреть свое мнение. “Тот, кто постоянно наблюдает, – говорит Эмерсон, – всегда имеет преимущество”.

Сочетание указанных качеств необходимо для биржевого игрока, но они должны быть хорошо сбалансированы между собой. Недостаток или избыток одного из них губителен для эффективности целого. Обладание этими свойствами в нужном соотношении, разумеется, встречается нечасто. В игре на бирже, как и в жизни, немногих ждет успех, а большинство – неудача» [114].

В конечном счете люди хотят знать, почему следование тренду продолжает работать. Слова Ливермора, сказанные в другую эпоху, отвечают на этот современный вопрос:

«Уолл-стрит не меняется никогда. Меняются деньги, простакки, акции, но Уолл-стрит неизменна, поскольку неизменна человеческая природа».

Основные положения

- Успех торгующих по тренду объясняется не везением, а тем, что они постоянно готовы к любому повороту событий.

- Торгующие по тренду принимают то, что в данный момент предлагает им рынок. Они не предсказывают будущее.

- Чтобы заработать, вам нужно примириться с волатильностью.

Глава 3 Показатели доходности

Критерий правды в том, что она действует, даже если никто не готов это признать.

– Людвиг фон Мизес

В данном случае мы имеем дело с неудачной попыткой общения. До некоторых людей просто невозможно достучаться, поэтому вы ничуть не продвинулись по сравнению с прошлой неделей, чего он и хотел. Что ж, он этого добился. И мне это нравится не больше, чем вам, ребята.

– Из кинофильма «Хладнокровный Люк»

Любой может сказать вам, что его метод или система трейдинга успешны, но в конечном итоге единственный объективный показатель, по большому счету имеющий значение, – это чистая доходность. Рассматривайте все приведенные здесь данные как научное доказательство успешности стратегии следования тренду. Если какая-либо гипотеза выдвинута, она должна быть подтверждена. Цифры, представленные в этой главе и на нашем интернет-сайте www.trendfollowing.com, не лгут.

Рассматривая показатели эффективности торгующих по тренду трейдеров, описанных в главе 2, мы сосредоточились на пяти основных понятиях, которые помогают объяснить данные:

1. Максимизация прибыли.
2. Волатильность.
3. Убыток.
4. Корреляция.
5. Нулевая сумма.

Максимизация прибыли

Трейдерская стратегия максимизации прибыли подразумевает, что вы стремитесь заработать как можно больше без привязки к распространенному индексу, например такому, как S&P:

«Важно, чтобы менеджер, действующий согласно стратегии максимизации прибыли, не имел никаких ориентиров. Привязка к каким-либо показателям может рассматриваться как метод ограничения инвестиционных менеджеров, поскольку снижает возможность возникновения неожиданностей как позитивного, так и негативного характера» (Александр Инайхен) [115].

Торгующие по тренду никогда не пытаются отслеживать какой бы то ни было конкретный индекс. Если бы у таких торгующих по тренду, как Билл Данн, Джон Генри и Эд Сейкота, был бы герб, он был бы украшен надписью «Максимизация прибыли». Неожиданности, которые при установлении ориентиров так упорно пытаются искусственно исключить, приносят им процветание и доход.

Все ли торгующие по тренду пытаются достичь максимальной прибыли? Нет, не все действуют в полную силу. Джерри Паркер, исключительно одаренный трейдер, торгующий по тренду, намеренно стремится к более низким показателям прибыли в соответствии с пожеланиями определенной части клиентуры. Хотя сегодня некоторые инвестиционные портфели Паркера все же предусматривают максимизацию прибыли.

Джон Генри четко формулирует существенную причину для применения стратегии максимизации прибыли:

«Глобальной целью JWH является достижение максимальной прибыли. JWH является финансовым управляющим, максимизирующим доход, поскольку компания не управляет средствами, ориентируясь на какой-либо естественный индикатор. Результаты деятельности управляющих, стремящихся к относительной прибыли, как это делает большинство управляющих традиционных фондов или фондов с фиксированным доходом, измеряются путем сравнения их с каким-либо заранее определенным показателем. У JWH нет такого ориентира при инвестировании, таким образом, целью компании является достижение прибыли при любых рыночных условиях, поэтому она и считается фондом доверительного управления, стремящимся к максимизации прибыли» [116].

Установите себе индикатор-ориентир для прибыли – и вы станете частью толпы. Ориентир – это опора для тех, кто не хочет рассматривать альтернативные варианты. Такие ориентиры, как S&P, дают людям ощущение надежности, даже если это ощущение искусственное. Торгующие по тренду понимают, что торговля с целью максимизации прибыли, а не бездумной ориентации на целевой индикатор – лучший способ преодоления неопределенности:

«Концепция ориентации на индексы и другие индикаторы очень эффективна, если речь идет о традиционном, исключительно долгосрочном инвестировании, но мы уверены, что польза ее ограничена, когда речь идет об инвестировании с целью максимизации прибыли. Мы вновь возвращаемся к идее о том, что необходимо для достижения максимальной прибыли, – портфельные управляющие для реализации своей торговой стратегии должны обладать неограниченной самостоятельностью и свободой, чтобы обеспечить сохранность капитала и получить чистую прибыль. По своей сути эта концепция инвестирования с целью максимизации прибыли почти противоположна ориентации на целевые индикаторы, исходя из которой традиционные управляющие формируют аналогичную данному индикатору структуру портфеля и рассматривают свою доходность с относительной точки зрения. Откровенно говоря, причина, по которой многие менеджеры хедж-фондов избрали именно эту профессию, заключается в стремлении уйти от догматической концепции относительной доходности и действовать в той обстановке, где они могут быть оценены, исходя из их талантов в инвестировании и достигнутой рентабельности, и благодаря этому преуспевать» [117].

Если ваша торговая стратегия основана на сравнении с ориентирами, не имеет значения, талантливый ли вы трейдер, поскольку ваши решения ограничены рамками, которые определяются и устанавливаются людьми со средними способностями. К чему тогда какое бы то ни было трейдерское мастерство?

Страх перед волатильностью: ошибочное отождествление с риском

Существуют организации, отслеживающие ежемесячные показатели доходности торгующих по тренду трейдеров и составляющие соответствующие рейтинги. Одна из них, International Traders Research (ITR), предлагает «звездный» рейтинг (напоминающий более известный Morningstar): «В системе количественных рейтингов, используемой ITR для рейтингования и оценки эффективности каждого из внесенных в базу данных консультантов по биржевой товарной торговле (СТА), оценки присваиваются относительно показателей эффективности всех прочих СТА». Рейтинги присваиваются в четырех категориях: а) капитал; б) доходность; в) подверженность риску; г) прибыль, скорректированная на риск. Максимальный рейтинг в каждой категории – пять звезд, минимальный – одна. В основе процентиля лежат следующие статистические данные:

1. Доходность: норма прибыли (ROR).
2. Риск: стандартное отклонение.
3. Прибыль, скорректированная на риск: коэффициент Шарпа.
4. Капитал: величина активов [118].

Dunn Capital присвоена одна звезда по уровню риска, что означает, что доверять свой капитал Биллу Данну рискованно. Однако дает ли нам такой тип рейтинга корректную информацию об уровне риска Dunn Capital Management? ITR использует стандартное отклонение как меру риска. Это показатель волатильности, а не риска. Высокая волатильность сама по себе не обязательно означает больший риск участвующего в торгах.

Едва ли Билл Данн обеспокоен этой несправедливо низкой оценкой, но тем, кто привык сравнивать трейдеров между собой, используя стандартное отклонение как меру риска, стоит учесть, что это некорректно.

Отличный пример неадекватности «звездной» системы иллюстрирует рейтинг печально известного бывшего трейдера Виктора Нидерхофера. Когда Виктор Нидерхофер в 1997 г. прекратил управление государственными средствами, ему были присвоены четыре звезды в рейтинге по категории «Риск». Согласно рейтингам, опиравшимся на историческую динамику доходности Нидерхофера, он был гораздо более «надежным вариантом», чем Dunn Capital Management. Очевидно, «звездная» система себя дискредитировала в глазах людей, поверивших, что Нидерхофер менее «рискован». Применение стандартного отклонения в качестве меры риска несправедливо по отношению к торгующим по тренду и всем, кто хочет узнать о них или чему-либо у них научиться. Одна из наших целей – опровержение простой идеи о том, будто следование тренду «просто рискованно», а «у всех торгующих по тренду высокий показатель стандартного отклонения» и поэтому они «плохи».

С чего начинается корректный анализ? Рассмотрим табл. 3.1, где представлены показатели доходности различных торгующих по тренду трейдеров с января 1993 по июнь 2003 г.

Таким образом, рассуждения о том, что тот или иной трейдер волатилен, теряют смысл, если вы посмотрите на показатели абсолютной прибыли Билла Данна или Джона Генри (табл. 3.1). Показатель чистой абсолютной прибыли чего-нибудь да стоит.

Таблица 3.1. Абсолютная прибыль: доходность (ROR) в расчете на год (январь

1993 – июнь 2003 г.)

	Трейдер	ROR в расчете на год, %	Накопленный показатель ROR, %
1	<i>Eckhardt Trading Co. (Higher Leverage)</i>	31,14	1622,80
2	<i>Dunn Capital Management, Inc. (World Monetary Asset)</i>	27,55	1186,82
3	<i>Dolphin Capital Management, Inc. (Global Diversified I)</i>	23,47	815,33
4	<i>Eckhardt Trading Co. (Standard)</i>	22,46	739,10
5	<i>KMJ Capital Management, Inc. (Currency)</i>	21,95	703,59
6	<i>Beach Capital Management Ltd. (Discretionary)</i>	21,54	675,29
7	<i>Mark J. Walsh & Company (Standard)</i>	20,67	618,88
8	<i>Saxon Investment Corp. (Diversified)</i>	19,25	534,83
9	<i>Man Inv. Products, Ltd. (AHL Composite Pro Forma)</i>	17,66	451,77
10	<i>John W. Henry & Company, Inc. (Global Diversified)</i>	17,14	426,40
11	<i>John W. Henry & Company, Inc. (Financial & Metals)</i>	17,07	423,08
12	<i>Dreiss Research Corporation (Diversified)</i>	16,47	395,71
13	<i>Abraham Trading Co. (Diversified)</i>	15,91	371,08
14	<i>Dunn Capital Management, Inc. (Targets of Opportunity System)</i>	14,43	311,66
15	<i>Rabar Market Research (Diversified)</i>	14,09	299,15
16	<i>John W. Henry & Company, Inc. (International Foreign Exchange)</i>	13,89	291,82
17	<i>Hyman Beck & Company, Inc (Global Portfolio)</i>	12,98	260,18
18	<i>Campbell & Company (Fin. Met. & Energy—Large)</i>	12,73	251,92
19	<i>Chesapeake Capital Corporation (Diversified)</i>	12,70	250,92
20	<i>Millburn Ridgefield Corporation (Diversified)</i>	11,84	223,88
21	<i>Campbell & Company (Global Diversified — Large)</i>	11,64	217,75
22	<i>Tamiso & Co., LLC (Original Currency Account)</i>	11,42	211,29
23	<i>JPD Enterprises, Inc. (Global Diversified)</i>	11,14	203,03

Тем не менее волатильность (то, что на самом деле измеряется при помощи стандартного отклонения) – это ругательное слово для большинства участников рынка. Волатильность приводит их в ужас, невзирая на то что даже студент-первокурсник, изучающий алгебру, мог бы бегло проанализировать исторические данные любого рынка или торгующего по тренду трейдера и убедиться, что волатильность неизбежна, множество инвесторов устремляются прочь с рынка при малейшем намеке на нее. Разумеется, некоторые рынки и трейдеры более волатильны, чем другие, но волатильность в той или иной степени – неотъемлемая часть жизни.

Для торгующих по тренду волатильность является предвестником прибыли.

Отсутствие волатильности равнозначно отсутствию дохода.

Пресса также неверно истолковывает понятие волатильности, как видно из этой выдержки из «Business Week»:

«Торгующие по тренду пытаются обосновать свои неутешительные недавние показатели прибыли. “Если вы абстрагируетесь от поверхностного вопроса о наших

результатах, вы поймете самую суть и увидите значительные изменения на мировых рынках, – говорит президент John W. Henry. – Волатильность – это лишь предвестник скорого возникновения нового тренда”. Возможно. Но предполагается, что трейдеры, торгующие фьючерсами, должны зарабатывать на волатильности. Доходность – не поверхностный вопрос для тысяч клиентов товарных фондов, которые потеряли деньги, когда валютные рынки лихорадило» [119] .

К сожалению, у этого корреспондента ошибочное представление о волатильности. Высокая волатильность не обязательно означает высокий уровень риска. Кроме того, рассмотрение одного временного периода в отдельности и игнорирование при этом исторических данных о доходности, не дает представления о картине в целом. Нам стало интересно, опубликовал ли он продолжение этой статьи, скорректировав свои замечания о следовании тренду, после того, как в следующем году прибыль Билла Данна составила 60, 25 %, а Джерри Паркера – 61, 82 %. Мы были ничуть не удивлены, когда, просмотрев все публикации «Business Week», не обнаружили ничего, хотя бы отдаленно напоминающего продолжение этой статьи или корректировки к ней.

Что означает волатильность для торгующих по тренду?

Никола Миден, аналитик хеджевого фонда, сравнил ежемесячные показатели стандартного отклонения (волатильность, измеренная как отклонение от среднего значения) и полустандартного отклонения и обнаружил, что хотя торгующие по тренду в значительной степени подвержены волатильности, ее величина положительна, т. е. сосредоточена на стороне прибыли, а не убытка.

Поскольку, вообще говоря, волатильность торгующих по тренду, как правило, положительна, они несправедливо критикуются приверженцами коэффициента Шарпа. Этот коэффициент не учитывает, наблюдается ли волатильность на стороне прибыли или убытка, так как в расчетах не учитывается разница между стандартным и полустандартным отклонением. Фактически формулы их расчета идентичны с одним лишь исключением – полустандартное отклонение учитывает только значение наблюдаемого показателя ниже среднего. Если полустандартное отклонение меньше стандартного, в исторической динамике отклонение от среднего значения будет положительно, если же оно выше, то отрицательно. Миден обращает внимание на огромный разрыв, из-за которого волатильность следования тренду положительна, если сравнить месячное стандартное (12, 51) и полустандартное (5, 79) отклонение [120] .

Есть еще один способ объяснения положительной волатильности: подумайте о рынке, находящемся в повышательной фазе. Вы входите на рынок с позицией в \$100, после чего ее стоимость повышается до \$150. Однако затем она снижается до \$125. Есть ли у вас повод для паники? Нет. Ведь после того, как позиция, выросшая со \$100 до \$150, снизилась до \$125, она затем вновь увеличивается до \$175. Это волатильность следования тренду в действии.

В начале торгов стоимость вашей позиции составляла \$100. Почему вы недовольны собой при ее стоимости в \$125, пусть даже это и меньше \$150, до которых она доросла перед этим? Вы же все еще в плюсе на \$25, верно? Слишком многие инвесторы совсем запутались, пытаясь контролировать или ограничивать рост своих

прибылей. Все мечтают о торгах, при которых в начале позиция стоит \$100 и к концу года она достигает \$120. В идеале по окончании второго года ее стоимость должна достичь \$140. В конце следующего года эта сумма возросла бы до \$160, затем до \$180 и т. д. В реальном мире не действуют такие законы. Ваша позиция может возрасти от \$100 до \$150, затем уменьшиться до \$125, затем снова увеличиться до \$175 и далее – до \$225.

Для торгующих по тренду характерна большая положительная и меньшая отрицательная волатильность, чем у традиционных фондовых индексов, таких как S&P, поскольку они быстро уходят с рынка, если несут убытки. Это проявляется во множестве мелких потерь. С другой стороны, торгующие по тренду надолго остаются на рынке при прибыльных трендах, даже если имеет место положительная волатильность. Когда торгующие по тренду получают прибыль, это происходит резкими скачками, отсюда и высокая положительная волатильность.

Майкл Ралл, президент Graham Capital, добавляет:

«Торгующий по тренду достигает положительного результата за счет правильного отслеживания целевого направления развития рынка и минимизации издержек своего портфеля. Таким образом, хотя следование тренду иногда ошибочно определяют как “длинную волатильность”, формально следующие тренду трейдеры не торгуют волатильностью, хотя и часто выигрывают за счет нее» [121].

Лучшие торгующие по тренду неизменно являются высоковолатильными трейдерами. Высокая прибыль достигается лишь при высокой волатильности. Если вы можете неизменно ориентироваться на цену и реагировать на происходящее в соответствии с четким сводом правил, нет необходимости концентрироваться на сохранении заработанной прибыли или разрабатывать новые способы снижения волатильности. Проблема, таким образом, заключается не в том, чтобы уменьшить волатильность, а в управлении ею путем правильного определения размера инвестиции или финансового менеджмента.

Смысл вышесказанного в том, что вы должны привыкнуть никогда не планировать увеличение своих денежных средств равномерными темпами. Вам придется привыкнуть к «скачкам на диком мустанге». Джерри Паркер, Джон Генри и Билл Данн также не представляют себе рост своего капитала в виде ровной линии, так что вы в хорошей компании.

Джон Генри проводит четкую границу между волатильностью и риском:

«Риск существенно отличается от волатильности. Многие считают, что разницы между ними нет, но она огромна, и я часами могу говорить на эту тему. Достаточно сказать, что мы понимаем, что такое волатильность и риск, и для нас риск заключается в возможной потере двух десятых процента наших средств на тех или иных трейдах.

Это для нас существенный риск. Реинвестирование прибыли на рынок вам, быть может, тоже кажется рискованным, но мы это воспринимаем как волатильность».

Генри в своем видении долгосрочной перспективы не избегает высокой волатильности. Он терпеливо переживает ее. Он отнюдь не желает, чтобы высокая волатильность вынудила его выйти из крупного тренда прежде, чем он накопит значительную прибыль. Дайнеш Десаи, трейдер, торгующий по тренду с 1980 г., а сейчас отошедший от дел, любил повторять, что ему нравится волатильность. Ему

было совершенно ясно, что движение вместе с рынком в верном направлении – источник его доходов.

Тем не менее скептики ошибочно воспринимают высокую волатильность, этот двигатель следования тренду, благодаря которому данная стратегия приносит впечатляющую прибыль, как отрицательное явление. Например, в обзоре «Managed Accounts Reports» за май 2007 г. управляющий фонд, в ведении которого находятся активы на сумму более \$1, 5 млрд, продолжает оставаться пассивным наблюдателем, отказываясь поверить в следование тренду:

«Главная причина моих колебаний относительно данной стратегии управления активами [следования тренду] – это ее опора на технический анализ. Трейдеры, использующие эту стратегию, кажется, действительно получают прибыль, но, поскольку они редко учитывают данные об экономических процессах, они лишь следуют за ценовыми трендами, пока те не сменятся на противоположные. Результатом такого грубого подхода является низкий показатель соотношения прибыли и риска». Другой менеджер полагает: «Зачем мне отдавать свои деньги футболисту Второй лиги, если я могу нанять кого-нибудь из Высшей?» [122]

Как можно, видя показатели чистой прибыли Билла Данна и Джона Генри, называть их футболистами Второй лиги? Если вы сумеете абстрагироваться от иррационального страха большинства перед волатильностью, вы научитесь понимать, когда волатильность действительно приобретает значение. Торгующий по тренду Джейсон Рассел, президент J. Russell Capital и ученик Эда Сейкоты, знает, когда волатильность становится опасна для него:

«Волатильность становится важна, когда вы ее ощущаете. Все на свете графики, таблицы, коэффициенты и высшая математика ничего не значат, когда вы начинаете кататься по полу, рыдать и биться в истерике из-за волатильности вашего портфеля. Я называю это “степень устойчивости к истерике”. Знание вашей меры устойчивости важно, поскольку именно в этой точке вы теряете уверенность и признаете свое поражение. Трейдеры, портфельные управляющие и математики, кажется, хорошо вооружены набором формул и коэффициентов, которые они используют для измерения волатильности. Однако даже если вы хорошо разбираетесь в математике, вам может оказаться нелегко по-настоящему все это осмыслить. Простая истина заключается в том, что инвестору сложно действовать в полную силу, преодолевая мысли и чувства, сопутствующие потере денег. Это примерно так же приятно, как действовать, преодолевая мысли и чувства, связанные с вашей смертью, при составлении завещания. Не существует математической формулы “степени устойчивости”, поскольку она различна для каждого человека... На мой взгляд, для [трейдера], согласного на все что угодно, кроме банковского депозита, можно подвести итог вышесказанному следующим образом: “Капитулируйте перед фактом существования волатильности, иначе волатильность познакомит вас с фактом существования капитуляции”».

«Просадки» – снижение величины капитала

Волатильности неизбежно сопутствует снижение величины капитала. «Снижение величины капитала подразумевает любые потери на протяжении инвестиционного процесса. Они определяются как выраженная в процентах разница между наибольшим

и наименьшим объемом капитала». Снижение величины капитала начинается с момента уменьшения капитала и продолжается до тех пор, пока не достигается новый максимальный уровень (т. е. с точки зрения временного охвата период потерь включает как период между наибольшим и наименьшим уровнем капитала (длительность периода снижения его величины), так и период между минимальным уровнем капитала и достижением им новой высшей точки (длительность периода восстановления))» [123].

Например, если в начале торгов ваш капитал составлял \$100 тыс., а затем уменьшился до \$50 тыс., то величина вашего капитала снизилась на 50 %. (Вы также можете сказать, что вы потеряли 50 %.) Таким образом, снижение величины капитала – это уменьшение суммы денежных средств в вашем распоряжении.

К несчастью, малообразованные клиенты и регуляторы рынка сделали понятие «снижение величины капитала» ругательным выражением, подобно тому как они очернили волатильность. Трейдеры зачастую вынуждены резко отрицательно отзываться о своих потерях, словно они должны искать оправдание этим убыткам.

Рассмотрим в качестве примера следующую выдержку из рекламных проспектов

Билла Данна:

«Инвесторы должны отдавать себе отчет в том, что волатильность является неотъемлемой частью торговых программ DUNN. Поскольку во все программы DUNN заложен один и тот же уровень портфельного риска, инвесторы, вкладывающие средства в любую из наших программ, могут ожидать такого же уровня волатильности, как тот, что наблюдается в общем портфеле DUNN. На протяжении более 26 лет трейдинга в ежемесячной динамике общей доходности портфеля компании наблюдалось восемь серьезных убыточных периодов, размер которых превышал 25 %. Во время восьмого такого периода, который, начавшись в сентябре 1999 г., продлился до сентября 2000 г. включительно, размер потерь составил 40 %. Период восстановления капитала после этого снижения длился три месяца и завершился в декабре 2000 г. Период, принесший наиболее значительные убытки на протяжении всей истории DUNN, продолжался четыре месяца и окончился в феврале 1976 г. Величина капитала тогда уменьшилась на 52 %. Клиенты должны быть готовы столкнуться с такими же или худшими ситуациями в будущем. Неспособность (или нежелание) это сделать, скорее всего, повлечет за собой серьезные потери без возможности последующего восстановления» [124].

Пока вы не осознаете в полной мере, как торгует Dunn Capital Management, вы, возможно, даже не станете рассматривать возможность инвестирования в эту компанию, несмотря на впечатляющие показатели чистой прибыли на протяжении 28 лет ее деятельности.

Рассмотрим историю убытков Данна (график 3.1).

Общая доходность Dunn Capital Management
9 случаев снижения величины капитала более чем на 25%
 Октябрь 1974 г. — апрель 2003 г.

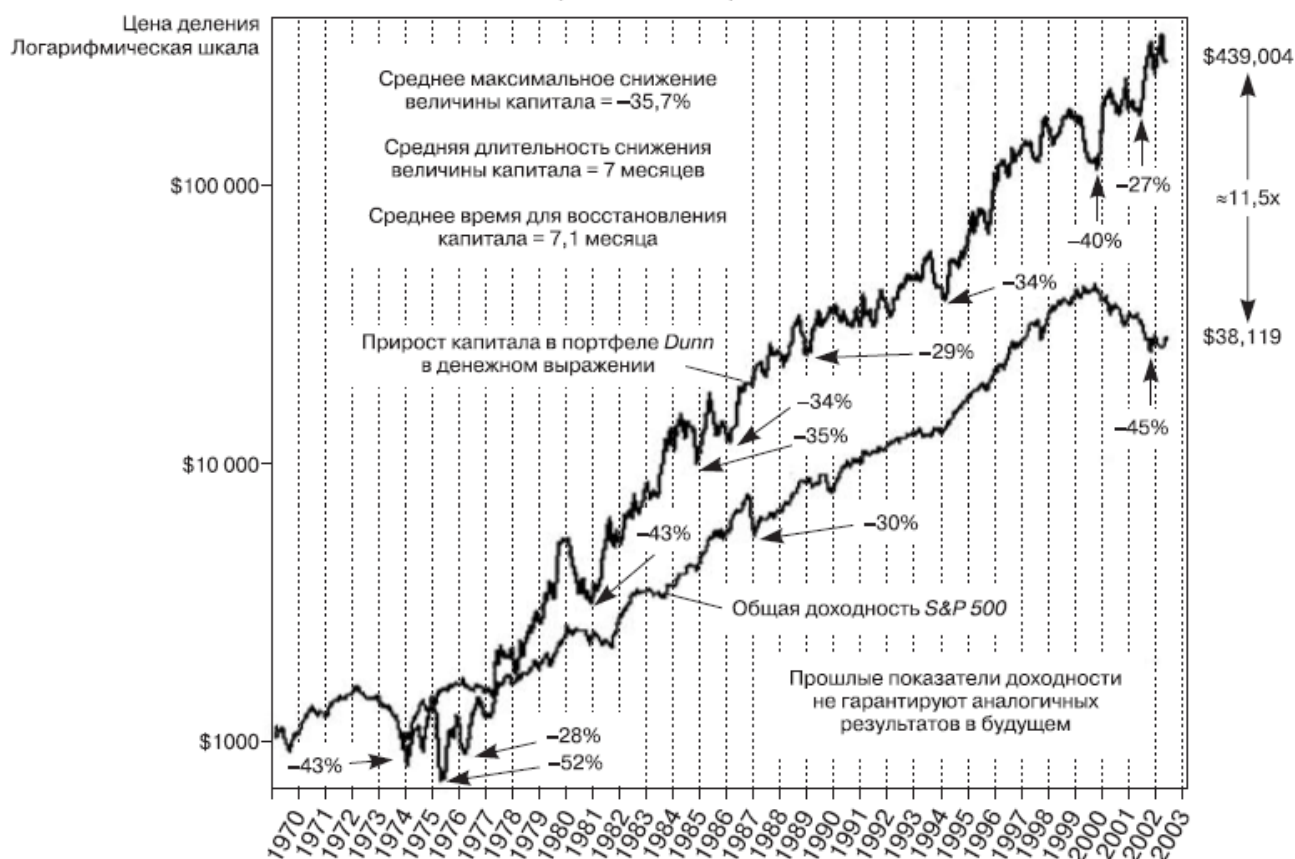


График 3.1. Потери Данна (Источник: Dunn Capital Management)

Представьте, что впадины между пиковыми точками графика заполнены водой. Сначала положите сверху на график листок бумаги, а затем очень медленно двигайте бумагу вправо, открывая график. Представьте, что вы инвестировали в фонд очень крупную сумму. Что вы чувствуете, когда продвигаетесь по графику? Как долго вы можете оставаться под водой? Как глубоко вы можете нырнуть? Достаете ли вы калькулятор и подсчитываете, сколько могли бы получить по банковскому вкладу? Вычисляете ли вы, что вы уже потеряли достаточно, чтобы оплатить поездку на отдых, машину, дом, замок, а возможно, и решить проблему голода в небольшой стране? Умного инвестора вполне устраивает динамика убытков Данна (график 3.1), так как в долгосрочном периоде присутствует чистая прибыль, но, разумеется, это не значит, что эти цифры оставляют его равнодушным.

Полноценное обсуждение снижения величины капитала и следования тренду должно привести нас к процессу восстановления (означающему, что объем вашего капитала достигает той точки, откуда началось его снижение). Практика показывает, что торгующие по тренду трейдеры быстро компенсируют свои потери в последующий период восстановления.

Однако мы не должны пренебрегать математикой, описывающей механизм убытков и их компенсации. Представьте, что ваш стартовый капитал равен \$100, а затем его размер снизился до \$50. Ваши убытки сейчас равны 50 %. Сколько вам нужно заработать, только чтобы достичь точки безубыточности (см. табл. 3.3)? Ответ – 100 %.

Это верно, поскольку, если вы потеряли 50 %, чтобы вернуться к прежнему уровню, вам нужна рентабельность 100 %.

Обратите внимание, что по мере того, как увеличивается ваш убыток (табл. 3.2), процентный показатель прибыли, необходимой для возвращения к точке безубыточности, возрастает гораздо более быстрыми темпами. Торгующие по тренду днем и ночью не расстанутся с этой таблицей. Их стратегия разработана с учетом этих цифр.

Таблица 3.2. Соотношение снижения величины капитала и ее восстановления

Размер убытка, %	Размер необходимой компенсации, %
5	5,3
10	11,1
15	17,6
20	25,0
25	33,3
30	42,9
40	66,7
50	100
60	150
70	233
80	400
90	900
100	Банкротство

К сожалению, инвестиционное сообщество использует показатели потерь, чтобы создать неполную и некорректную картину следования тренду. Дэвид Хардинг из Winton Capital объяснил нам суть проблемы:

«Главной мерой качества деятельности трейдера и рискованности его стратегии на рынке фьючерсов является снижение величины капитала, исчисляемое как уменьшение размера чистых активов по сравнению с историческим максимумом. Согласно обязательным требованиям о раскрытии информации, установленным Комиссией по срочной биржевой торговле, консультанты по управлению фьючерсами обязаны включать в краткое изложение динамики своих показателей эффективности сведения о “максимальном наблюдавшемся разрыве между их наибольшими прибылью и убытком”. У снижения величины капитала как у одного из аспектов исторической динамики эффективности есть одна ключевая черта: оно является физической реальностью и, таким образом, менее абстрактно, нежели такое понятие, как “волатильность”. Снижение величины капитала представляет собой сумму, на которую уменьшилось ваше благосостояние, или, другими словами, величину убытка, который мог бы понести инвестор, доверив деньги управляющему в прошлом. Управляющие вынуждены всю оставшуюся жизнь выставлять на обозрение свои наихудшие прошлые потери, словно позорное клеймо» [125].

Мы признаем, что управляющие должны демонстрировать свои наихудшие потери, но вся история трейдерской стратегии максимизации прибыли, такой как

следование тренду, показывает, что никто не должен страшиться потерь. Например в табл. 3.3 показаны в действии потери и восстановления на примере Джона Генри.

Исторические показатели восстановления Генри подкрепляют наши слова холодными, сухими цифрами. Но нет никаких сомнений – вы не можете исключить из вашей торговли значительный риск, а тем более потери. Но вы можете управлять потерями при помощи техники следования тренду.

Таблица 3.3. Портфель JWH «Financial & Metals» с 1 января 1989 по 31 октября 1999 г. [126] (Источник: John W. Henry & Company)

Показатель	Величина потерь				
	≥ 10%	≥ 15%	≥ 20%	≥ 25%	≥ 30%
Количество убыточных месяцев	28	18	10	7	3
Средняя величина потерь	-19,7%	-24,0%	-29,2%	-31,7%	-37,5%
Количество прибыльных лет после потерь	25	17	Все	Все	Все
Средняя прибыль год спустя после потерь	+52,4%	+58,6%	+73,5%	+74,8%	+91,6%
Среднее время до достижения нового пика	4 месяца	4 месяца	4 месяца	4 месяца	4 месяца

Интересно, что существует еще один взгляд на снижение величины капитала, над которым мало кто задумывается. Рассматривая показатели доходности следования тренду – например Билла Данна, – вы не можете не заметить, что некоторые периоды времени более благоприятны, чем другие, для того, чтобы стать инвестором Dunn Capital Management.

Сообразительные клиенты Билла Данна, изучив информацию о динамике доходности Dunn Capital Management, вложат свои деньги в фонд в тот период, когда он несет потери. Почему? Потому, что убытки Билла Данна достигли 30 %, а анализ исторической динамики его доходности говорит о том, что его восстановление после периода потерь, как правило, быстрое и впечатляющее, так почему бы не «купить Билла Данна», пока он продается? Это обычно называется трейдингом в соответствии с изменением величины капитала. Вот что говорит по этому поводу Том Бассо:

«Я еще не встречал трейдера, который в личной беседе не сказал, что он бы инвестировал в его программу в период снижения величины капитала, особенно если это трейдер, торгующий по системе. Однако инвесторы не проявляют желания вкладывать деньги в тот момент, когда для трейдеров это представляется наиболее логичным... Почему инвесторы не вкладывают деньги в период снижения величины капитала? Я думаю, ответ на этот вопрос лежит в области инвестиционной психологии, в отношении к инвестированию в период убытков. Человеческое сознание способно легко экстраполировать три месяца убытков на будущее и задаться вопросом, “сколько

при таких темпах убытков понадобится времени, чтобы потерять половину или все вложенные средства?» Не видя возможности совершить выгодную сделку по сниженной цене и прибыли, оправдывающей риск, они рассматривают лишь негативную сторону ситуации и прогнозируют ее ухудшение в будущем» [127].

Торгующие по тренду не только неустанно повторяют своим клиентам, чтобы те вкладывали деньги в их фонды в период снижения величины капитала, но и сами также вкладывают в свои фонды собственные средства в эти периоды. Мы знакомы с сотрудниками ведущих трейдерских компаний, торгующих по тренду, которые во время потерь находятся почти в эйфории, так как знают, что ждет их за поворотом. Это серьезный показатель их веры в способность их компании к восстановлению.

Корреляция

Корреляционные сравнения не только подтверждают разумность следования тренду, но и демонстрируют схожесть исторической динамики эффективности торгующих по тренду. Корреляция важна не только при определении состава торгуемого портфеля (см. главу 7), но также является вашим критическим инструментом для анализа и сравнения исторической динамики эффективности торгующих по тренду. В отличие от ошибочного метода сравнения с применением стандартного отклонения мы считаем крайне полезными корреляционные сравнения динамики эффективности.

Джулиус Станиевич из John W. Henry & Co. в своей книге «Learning to Love Non-Correlation» определяет корреляцию как «статистический показатель, описывающий степень линейной взаимосвязи двух случайных переменных. В исторической динамике характерна связь изменения различных величин между собой». Коэффициент корреляции варьирует от -1 до +1, при этом значение -1 означает изменение двух инвестиций в абсолютно противоположном направлении (например, величина одной из них каждый раз возрастает на 5 % при снижении другой на 5 %). Значение +1 отражает идентичность инвестиционных результатов (две инвестиции растут или уменьшаются на одну и ту же величину в каждый период времени). Чем дальше от +1 (и соответственно ближе к -1) значение показателя корреляции для инвестиционного портфеля, тем более он диверсифицирован. Однако поскольку компания Джона Генри всеми силами стремится избежать усложнений, она также предложила нам другое определение корреляции: «Это тенденция стоимости одной инвестиции меняться при изменении стоимости другой» [128].

Мы рассчитали коэффициенты корреляции ежемесячных показателей эффективности торгующих по тренду. Сравнение показало, что торгующие по тренду, как правило, торгуют на одних и тех же рынках, в одно и то же время и в основном одним и тем же способом.

Взгляните на корреляционную таблицу (табл. 3.4) и спросите себя, почему два торгующих по тренду трейдера, не работающие в одном офисе и вообще находящиеся в противоположных точках континента, пережили 3 одинаковых убыточных месяца подряд, при этом размеры потерь очень близки между собой. Затем задайтесь вопросом, почему у них совпадает 1 прибыльный месяц, затем 2 убыточных, а затем идут одни и те же 3 прибыльных месяца подряд. Связь возникает, поскольку эти

торгующие по тренду трейдеры могут лишь реагировать на то, что предлагает им рынок. Рынок одинаково предлагает тренд всем участникам. Все они следят за одним и тем же рынком в ожидании одной и той же благоприятной возможности.

Означают ли данные, приведенные в таблице (табл. 3.4), что торгующие по тренду используют одни и те же приемы? Вне всякого сомнения.

Таблица 3.4. Корреляция между показателями доходности торгующих по тренду трейдеров

	AbrDiv	CamFin	CheDiv	DUNWor	EckSta	JohFin	ManAHL	MarSta	RabDiv
AbrDiv	1,00	0,56	0,81	0,33	0,57	0,55	0,56	0,75	0,75
CamFin	0,56	1,00	0,59	0,62	0,60	0,56	0,51	0,57	0,55
CheDiv	0,81	0,59	1,00	0,41	0,53	0,55	0,60	0,72	0,75
DUNWor	0,33	0,62	0,41	1,00	0,57	0,62	0,61	0,51	0,45
EckSta	0,57	0,60	0,53	0,57	1,00	0,57	0,58	0,74	0,71
JohFin	0,55	0,56	0,55	0,62	0,57	1,00	0,53	0,55	0,50
ManAHL	0,56	0,51	0,60	0,61	0,58	0,53	1,00	0,57	0,59
MarSta	0,75	0,57	0,72	0,51	0,74	0,55	0,57	1,00	0,68
RabDiv	0,75	0,55	0,75	0,45	0,71	0,50	0,59	0,68	1,00

AbrDiv: Abraham Trading Co.

CamFin: Campbell & Company

CheDiv: Chesapeake Capital Corporation

DUNWor: Dunn Capital Management Inc.

EckSta: Eckhardt Trading Co.

JohFin: John W. Henry & Company, Inc.

ManAHL: Man Inv. Products, Ltd.

MarSta: Mark J. Walsh & Company

RabDiv: Rabar Market Research

Как ни странно, корреляция может быть щекотливой темой для некоторых торгующих по тренду. Все «черепахи» (о которых было рассказано в главе 2) были благодарны Ричарду Деннису за его вдохновляющие идеи и наставления, но некоторые из них с течением времени повели себя двусмысленно, не скрывая, что всем обязаны Деннису, но в то же время пытались отстоять свою собственную индивидуальность:

«[Хоксбилл] говорит, что его система на 95 % совпадает с системой Денниса, а остальное отражает его собственный стиль <...> Я далек от того, чтобы механически копировать систему <...> однако мои действия всецело основаны на системе Ричарда, и, разумеется, с точки зрения философии весь мой трейдинг опирается на знания, полученные мною от Ричарда» [129].

Даже когда корреляционный анализ показывает, что характер торговли у многих студентов Денниса сходен, желание некоторых из них выделить себя на фоне других сильнее, чем необходимость задуматься над очевидной взаимосвязью потоков прибыли «черепак»:

«Я больше не ориентируюсь на трейдерский стиль “черепак”. Все мы разработали системы, весьма отличные от тех, которым нас обучили, и наше независимое развитие предполагает, что различия в трейдинге между “черепакими” постоянно усиливаются» [130].

При анализе корреляционной таблицы, где Хоксбилл сравнивается с прочими

«черепашками», вырисовывается ясная картина. Взаимосвязь весьма значительна.

Цифры (табл. 3.5) не лгут:

Таблица 3.5. Корреляция между показателями эффективности «черепашек»

	Chesapeake	Eckhardt	Hawksbill	JPD	Rabar
Chesapeake	1	0,53	0,62	0,75	0,75
Eckhardt	0,53	1	0,7	0,7	0,71
Hawksbill	0,62	0,7	1	0,73	0,76
JPD	0,75	0,7	0,73	1	0,87
Rabar	0,75	0,71	0,76	0,87	1

Коэффициенты корреляции показывают, насколько динамика доходности одного консультанта близка к динамике доходности другого. Значение, превышающее 0,66, может рассматриваться как существенная положительная корреляция между показателями доходности. Соответственно значение менее -0,66 может рассматриваться как значительная отрицательная корреляция.

Chesapeake: Capital Corporation

Eckhardt: Trading Co.

Hawksbill: Capital Management

JPD: Enterprises Inc.

Rabar: Market Research

Разумеется, смысл вышесказанного не только в корреляции. Хотя показатели корреляции свидетельствуют о том, что методы торговли «черепашек» близки между собой, их прибыль тем не менее может различаться из-за индивидуально выбираемого каждым из них размера кредитного рычага. У некоторых трейдеров он значительный, в то время как у других, таких как Джерри Паркер, он меньше, что связано с необходимостью повышения доверия со стороны некоторых институциональных инвесторов. Паркер поясняет: «Чем масштабнее торговля, тем выше прибыли и тем значительнее потери. Это палка о двух концах» [131]. Нулевая сумма как отражение природы рынков

«Нулевая сумма», или «трейдинг с нулевой суммой», пожалуй, наиболее важное понятие в этой главе. Ларри Харрис, заведующий кафедрой финансов в бизнес-школе Маршалл в Университете Южной Калифорнии и главный экономист Комиссии по ценным бумагам и биржам, излагает суть дела:

«Трейдинг – это игра с нулевой суммой, где выигрыши и потери измеряются относительно среднего показателя по рынку. В игре с нулевой суммой выигрыш одного участника возможен лишь при условии проигрыша другого» [132].

Еще одно хорошее объяснение понятия нулевой суммы содержится в подробном докладе «The Winners and Losers of the Zero-Sum Game: The Origins of Trading Profits, Price Efficiency and Market Liquidity» также под авторством Ларри Харриса. В беседе с нами Харрис рассказал, что он был поражен тем, как много людей воспользовалось ссылкой на сайт TurtleTrader.com, чтобы скачать его доклад и/или найти больше информации по темам, которые он затрагивает.

Вкратце содержание доклада следующее: Харрис рассматривает факторы, определяющие успех или неудачу в трейдинге. Он делает это, классифицируя

трейдеров по типу, а затем оценивая их стиль трейдинга, чтобы определить, ведет ли этот стиль к прибыли или к убыткам. В ходе анализа Харрис выражается без обиняков:

«Успешные трейдеры могут получать выгоду лишь до той степени, до которой прочие трейдеры готовы нести убытки. Трейдеры готовы к потерям, когда они получают побочные положительные экономические эффекты от трейдинга.

Важнейший такой эффект – это ожидаемые доходы от владения высокорисковыми ценными бумагами, что представляет собой отложенное потребление. Хеджирование и спекуляция обеспечивают другие побочные положительные эффекты. Рынки бы не существовали без “утилитарных” трейдеров. Их потери являются источником финансирования для успешных трейдеров, благодаря которым устанавливаются эффективные цены и обеспечивается рыночная ликвидность» [133].

Есть люди, категорически не желающие соглашаться с тем, что для их успеха кто-то должен проиграть. Они не могут примириться с мыслью, что жизнь несправедлива и что невозможно совместить несовместимое, чтобы выигрывали все одновременно. Хотя они хотят победить, они не желают жить с чувством вины из-за того, что для их победы кто-то другой должен был проиграть. Это плохо продуманный, но тем не менее весьма распространенный взгляд на ситуацию.

Что отличает победителей от проигравших? Харрис утверждает: «В любой сделке шансы получить прибыль или потерять деньги практически равны. В долгосрочном периоде, однако, для успешных трейдеров торговля оказывается выгодна, поскольку они имеют некоторые устойчивые преимущества, позволяющие им выигрывать несколько чаще (или время от времени больше), чем это происходит у неудачников» [134].

Для любого, кто когда-либо играл в блэкджек или в покер или читал о «преимуществе» в азартных играх, слова Харриса не будут пустым звуком: «Для того чтобы торговать с прибылью в долгосрочной перспективе, вы должны знать, каким конкурентным преимуществом вы обладаете, когда оно проявляется, и организовать ваш трейдинг таким образом, чтобы использовать это преимущество, как только появляется возможность. Если у вас нет такого преимущества, вам не следует торговать для получения прибыли. Если вы знаете, что не обладаете преимуществом, но по каким-либо причинам должны торговать, вам необходимо организовать ваш трейдинг так, чтобы минимизировать убытки по сравнению с теми, у кого конкурентное преимущество есть. Осознание своего преимущества является предварительным условием для того, чтобы определить, будет ли торговля успешной» [135].

Эти правила помогут вам удержаться на плаву, если вы готовы принять условия игры с нулевой суммой, но, как вы убедитесь, читая эту главу, многие трейдеры либо не знают о концепции нулевой суммы, либо предпочитают об этом не знать.

Джордж Сорос отвергает теорию нулевой суммы

Знаменитый трейдер Джордж Сорос славится своими успехами:

«Сорос – самый известный хеджер. В 1992 г. он получил прозвище “человек, победивший фунт стерлингов”, после того, как на спор вложил \$10 млрд в игру на понижение курса британского фунта стерлингов, что принесло ему не меньше \$1 млрд чистой прибыли» [136].

Несколько лет назад Джордж Сорос появился в Nightline – программе новостей канала ABC. Приведенная ниже беседа между Соросом и ведущим программы Тедом Коппелом раскрывает самую суть нулевой суммы:

Тед Коппел : ...по вашим словам, [рынок] это, конечно, игра, последствия которой реальны. Когда вы играете на бирже и получаете прибыль, это хорошо для вас и плохо для тех, кто играл против вас. В такой игре всегда есть проигравшие.

Джордж Сорос : Нет. Видите ли, это не игра с нулевой суммой. Очень важно это понимать...

Тед Коппел : Что ж, это не игра с нулевой суммой с точки зрения инвесторов. Однако когда вы, например, играли против фунта стерлингов, это не слишком хорошо отразилось на британской экономике.

Джордж Сорос : Вы знаете, это оказалось весьма благоприятно для британской экономики. Это было, скажем так, не слишком хорошо для британского казначейства, поскольку наши интересы в этих торгах были противоположны. В общем, ваш выигрыш – это вовсе не обязательно чья-то потеря.

Тед Коппел : Я имею в виду, говоря на понятном для всех языке, если бы выяснилось, что ваша выгода обернулась крахом валюты Малайзии, вы бы ужаснулись содеянному?

Джордж Сорос : Не обязательно, потому что это было бы непреднамеренное последствие моих действий. И не моя забота как участника рынка просчитывать эти последствия. Таков рынок. Это заложено в его природе. А я – лишь участник рынка.

Судя по вышесказанному, у Сороса большие проблемы с трактовкой нулевой суммы. Ниже приведена заметка одного из пользователей Интернета, размещенная в Сети, где неверно интерпретировано интервью с Соросом. Автор заметки утверждает:

«Коппел, кажется, разгромил Сороса в пух и прах. Он изобразил Сороса как человека, губящего жизни и экономики целых государств без малейших колебаний, а также невероятно упрощающего то, что не должно упрощаться» [137].

Это чепуха. Тот факт, что Сорос является рыночным игроком, не делает его душегубом. Вам может не нравиться изменчивость политических взглядов Сороса, но нельзя ставить под вопрос его моральные качества лишь из-за его участия в рыночных сделках. Есть ли у вас выгодный план по получению прибыли на рынках? Разумеется, есть, как и у Сороса.

Другие соглашались с Лоренсом Парксом, профсоюзным активистом, верно полагающим, что Сорос участвует в игре с нулевой суммой. Затем, однако, Паркс поддается предрассудку относительно несправедливости и жестокости концепции нулевой суммы для «трудящихся»:

«Поскольку торговля валютой и деривативами – это игра с нулевой суммой, любой доллар, “выигранный” кем-либо, означает “проигранный” доллар для кого-то другого. Но кто эти неудачники, что вновь и вновь несут эти огромные потери год за годом? Кто столь состоятелен или столь невежествен, что потеря \$50 млрд ежегодно не имеет для них особого значения? Неужели они до сих пор не поняли, в какой убыточный проект ввязались? И зачем они вдобавок ко всему еще продолжают участвовать в этой игре? Ответ заключается в том, что эти неудачники – это все мы. И хотя мы не баснословные богачи и не непроходимые глупцы, у нас нет другого выбора,

кроме как продолжать нести убытки. Каждый раз, когда мы по деловой или личной необходимости совершаем обмен валют, мы несем трансакционные издержки. Каждый раз при переводе денежных средств со счета на счет из одной страны в другую стоимость этой операции образует наш убыток. И каждый раз, когда правительство какой-либо страны не в состоянии “поддержать” свою ничем не обеспеченную валюту, рабочим, служащим и предпринимателям этой страны – таким же людям, как и мы – приходится нелегко. Ведь когда валюта их страны девальвируется, сбережения и будущие доходы трудящихся, такие как, например, их пенсии, выраженные в этой валюте, теряют свою покупательную способность. Процентные ставки растут. Деловые отношения, построенные на основе более низких процентных ставок, рушатся, и предприниматели перестают заниматься бизнесом. Несмотря на отсутствие их вины в происходящем, трудящиеся теряют не только свои сбережения, но и работу. В прессе были опубликованы сообщения о том, что, проработав всю жизнь и скопив сбережения, жители Индонезии едят кору деревьев и суп из травы. Хотя это и не секрет, все же вызывает изумление энтузиазм, с которым удачливые дельцы воспринимают свое преимущество перед теми из нас, кому не так повезло. Так, например, известный финансист Джордж Сорос в своей недавней работе “The Crisis of Global Capitalism” говорит начистоту: “Интересы Банка Англии были противоположны моим деловым интересам, и я вынул деньги из кошельков британских налогоплательщиков”. Я уверен, плоды такого перемещения капитала не заставят себя долго ждать» [138].

Паркс утверждает, что у него не было другого выбора, кроме проигрыша. Проигрывает он сам; проигрывает его профсоюз; кажется, все проигрывают в игре с нулевой суммой. Конечно, победители есть, и он об этом знает. В самом деле, игра с нулевой суммой представляет собой перемещение капитала. Победители получают выгоду за счет проигравших. Паркс совершенно верно описывает природу игры с нулевой суммой, но затем переводит ее в плоскость морали. Жизнь несправедлива. Если вас не устраивает роль проигравшего в игре с нулевой суммой, возможно, пришло время поразмыслить над тем, как играют в эту игру победители (торгующие по тренду).

Хотя может показаться, что мы защищаем Сороса, это не так. Рынок представляет собой игру с нулевой суммой. Попытки объяснения причин, по которым Сорос это отрицает, были бы лишь умозрительными построениями с нашей стороны. К тому же Сорос не всегда выходит победителем из игры с нулевой суммой. Он проиграл в этой игре во время крупной неудачи Long Term Capital Management в 1998 г. Тогда он потерял \$2 млрд. У него также были серьезные проблемы в период обвала акций высокотехнологичных компаний в 2000 г.: «В результате неудачных вложений в акции технологических компаний и единую европейскую валюту потери пяти фондов под управлением Soros Fund Management в этом году составили 20 %, а в абсолютном выражении их активы снизились примерно на треть, до \$14, 4 млрд, по сравнению с пиковым значением \$22 млрд, наблюдавшимся в августе 1998 г...» [139].

Эти перипетии, видимо, оказали серьезное влияние на Сороса. «Возможно, я не понимаю рынки, – говорит он. – Возможно, музыка прекратилась, а люди все еще танцуют. Я твердо намерен уменьшить свою подверженность рыночным колебаниям и перейти к более консервативному стилю трейдинга. Мы согласимся с сокращением

прибыли ради снижения уровня риска» [140] .

Мы не видим никаких свидетельств изменения рынка. Равным образом не изменилась и игра с нулевой суммой. Однако, возможно, изменилось что-то в самом Джордже Соросе.

Доткомы и нулевая сумма Постановление судьи Милтона Поллака об отклонении коллективных исков против Merrill Lynch представляет собой яркую иллюстрацию понятия нулевой суммы. Он без обиняков предупреждает нытиков об игре с нулевой суммой, в которую они играют:

«Стремясь возложить вину за неслыханный фондовый пузырь доткомовских компаний на единственного участника рынка Merrill Lynch, истцы тем самым пытаются побудить суд вынести заключение о том, что федеральные законы о ценных бумагах предназначены для гарантирования, субсидирования и поощрения их необдуманных биржевых сделок, подобных игре в рулетку, манящей тысячи безумцев и суля им золотые горы, но дающей это богатство лишь горстке счастливых. Этим немногим счастливым, которых нет в зале суда, сейчас принадлежат деньги, потерянные неудачливыми истцами, что совершенно справедливо, и эти деньги они никогда не вернут ответчикам обратно. Будь истцы сами на месте победителей, они не обязаны были бы ни единым пенни своей прибыли тем, кого они оставили с носом (т. е. ответчикам)» [141] .

Резкую отповедь истцам со стороны 96-летнего судьи, в которой он советует им нести ответственность за свои действия, возможно, горько было читать всем инвесторам, понесшим потери. Поллак жестко критикует проигравших, за попытку перехитрить закон нулевой суммы, используя юридические рычаги, по сути дела пытаясь донести до них мысль о том, что в этом деле «бесплатных обедов» не будет.

Суровая рыночная реальность такова, что, являетесь ли вы трейдером или инвестором, в конечном итоге вы можете винить только себя за те решения, которые вы принимаете в отношении ваших денег. Вы можете принимать удачные или неудачные решения. Это ваш выбор.

Дэвид Драз, ученик Эда Сейкоты и опытный торговец по тренду, продолжает мысль судьи Поллака и подробно разъясняет практический эффект нулевой суммы, заложенной в природе рынка: «Каждый, кто становится участником рынка, уверен в успехе, но, очевидно, на рынке есть и неудачники. Чтобы вы выиграли, кто-то должен вам проиграть, поэтому мы всегда подчеркиваем, что вы должны знать, за счет кого вы собираетесь получить выгоду, потому что когда вы что-то покупаете, тот, кто вам это продает, тоже считает, что он действует правильно».

Рынок жесток. Забудьте о том, чтобы кому-то понравиться. Если вам нужен друг, заведите себе собаку. Рынок вас не знает и знать не хочет. Если вы хотите выиграть, кто-то должен проиграть. Вас не устраивает правило «выживает сильнейший»? Тогда не вступайте в игру с нулевой суммой.

Основные положения • Торгующие по тренду трейдеры всегда готовы к потерям после длительного прибыльного периода.

- Стратегия максимизации прибыли означает, что вы стремитесь заработать как можно больше денег.
- Рыночная волатильность (колебания цен) – не проблема. Проблема возникает,

если вас это пугает.

- Трейдинг – это игра с нулевой суммой, имеющая важный бухгалтерский смысл. В игре с нулевой суммой совокупная прибыль выигравших строго равна совокупным убыткам проигравших.

- Трейдеры, следующие за трендом, выходят на рынок, чтобы торговать в соответствии с трендом. Однако не все рыночные игроки стремятся делать то же самое. Fannie Mae [142] может менять структуру своего портфеля облигаций. Крупный инвестиционный банк может использовать стратегию, не допускающую волатильности. Игроки, для которых главное – конечный финансовый результат, ставят перед собой другие цели в торговле. Джордж Крэппл, торгующий по тренду более 25 лет, высказывает свою точку зрения: «Хотя трейдинг и является игрой с нулевой суммой, многие не беспокоятся по этому поводу. Это не потому, что они глупы или пребывают в спекулятивной “лихорадке”, просто они используют эти рынки совершенно для других целей».

Часть II

Глава 4 Человеческий фактор

Я считаю, интуиция приходит с опытом. Благодаря накопленному за долгие годы опыту, если относиться внимательно к своим мыслям и поведению, у человека вырабатывается чутье в той сфере, где он этот опыт приобрел.

– Чарльз Фолкнер

...на самом деле нам не интересны специалисты, разбирающиеся во французском рынке акций или немецком рынке облигаций (так как трейдинг по своей природе – дело техники). для трейдинга не нужна многолетняя основательная подготовка: ни степень MBA, ни опыт работы в Goldman Sachs. я категорически не желал бы, чтобы Chesapeake своим успехом был обязан моей потрясающей гениальности. Успех приносит система. Фундаментальные экономические факторы – это замечательно, но в торговле они бесполезны. Эти факторы всегда неизвестны. Наша система не требует от работающего с ней человека высоких интеллектуальных способностей.

– Джерри Паркер [143]

В наши дни торгующие по тренду трейдеры, такие как Джон Генри и Эд Сейкота, посвящают наблюдению и изучению человеческого поведения не меньше времени, чем трейдингу. Изучение человеческого поведения применительно к рынкам обычно называют «поведенческой теорией финансов».

Поведенческая теория финансов изучает механизм и причины взаимодействия личностей и рынка. Эту теорию породило противоречие между классической экономической теорией и реальностью. Экономическая теория базируется на предпосылках о том, что люди способны действовать рационально, имеют идентичные ценности и равный доступ к информации и принимают решения, руководствуясь рациональным подходом. Истина заключается в том, что все мы в той или иной степени иррациональны и редко принимаем полностью рациональные решения, даже если нам кажется, что это так. Чарльз Фолкнер раскрывает ключевые положения поведенческой теории финансов:

«Наблюдающееся в современном мире распространение электронных технологий – компьютер, Интернет, сотовые телефоны, круглосуточные новости и мгновенный

анализ – отвлекает наше внимание от человеческой по своей сути природы рынков. Жадность, надежда, страх и отрицание очевидного, “стадное поведение”, импульсивность и нетерпение (мы уже достигли запланированного уровня?) все еще проявляются на рынке, причем весьма ярко. Мало кто знаком со сложными нейробиологическими исследованиями, показывающими, что причины действия появляются уже после его совершения. Таким образом, в ситуации выбора между простым, понятным объяснением, которое работает, и сложным, которое не работает, люди, как правило, останавливаются на последнем. Люди охотнее выслушают историю о том, почему произошло несколько повышений цен подряд, чем о том, что рациональной причины для этого не существовало. Путая взгляд в прошлое и взгляд в будущее, а также сложность вопроса с его глубиной, вы поддаетесь другим “когнитивным иллюзиям”, описанным в поведенческой теории финансов».

Фолкнер совершенно прав, но от этого не легче принять его точку зрения. Проблема в том, что отрицание правды всегда, так или иначе, приведет вас к неприятностям, как указывает Карл Саган:

«Гораздо лучше принять мир таким, какой он есть, чем упорствовать в своем заблуждении, даже если оно дает вам комфорт и удовлетворение».

Теория перспектив

Биржевые пузыри всегда были частью истории рынка. Так, например, спекулятивные операции на рынке Нидерландов в XVII в. взвинтили цены на луковицы тюльпанов до абсурдного уровня. Последовал неизбежный обвал рынка. С тех пор, со времен Великой депрессии до недавнего фиаско доткомов, человечество, судя по всему, не избавилось от тяги к спекуляциям. Люди вновь и вновь совершают все те же ошибки.

Дэниэл Канеман, профессор Принстона и первый психолог, получивший Нобелевскую премию по экономике за исследования, проводимые им совместно с Амосом Тверски, отчасти объяснял тягу к определенным действиям на рынке присущей инвесторам «иллюзией контроля». Эту иллюзию он называл «теория перспектив». Канеман изучил интеллектуальную подоплеку процесса инвестирования – каким образом трейдеры оценивают свои шансы и рассчитывают уровень риска, – чтобы узнать, как часто мы действуем, исходя из ошибочной уверенности, что мы знаем больше, чем на самом деле. В результате Канеман пришел к жесткому заключению о том, что мы являемся жертвами чрезмерной уверенности в себе.

Канеман и Тверски обнаружили, что обычно человек действует в соответствии с правилом, которое они окрестили «законом малых чисел», т. е. делает далекоидущие выводы на основании небольшого объема данных. Например, мы вкладываем деньги в фонд, успешно действующий на рынке 3 года подряд, убежденные, что он «поймал удачу за хвост». Люди, кажется, не в состоянии удержаться от того, чтобы преувеличивать значение нескольких подтверждающих фактов. Ограниченное статистическое подтверждение наших домыслов, очевидно, тешит нашу интуицию, неважно, насколько адекватна полученная таким образом картина реальности [144].

Также Канеман и Тверски выяснили, что нам настолько неприятны убытки, что в тщетных попытках их избежать мы склонны принимать иррациональные решения. Это помогает объяснить, почему некоторые инвесторы слишком рано продают

прибыльные акции, а убыточные удерживают слишком долго. Такое поведение лежит в основе человеческой природы – быстро забирать прибыль с рынка, предполагая, что благоприятная для нас конъюнктура не продлится долго, и удерживать убыточные ценные бумаги, напрасно надеясь, что неблагоприятная тенденция сменится на противоположную [145].

Однако торгующим по тренду известно, что если вы не пресечете убытки в зародыше, весьма вероятно, что со временем они возрастут. Чем дольше вы терпите мелкие потери, тем масштабнее они могут стать и тем тяжелее вам будет с ними справиться, если вы отложили принятие решения. Основная трудность в признании убытков заключается в том, что в этом случае мы вынуждены также согласиться с тем, что действуем неправильно. Мы, люди, естественно, не любим ошибаться.

Любое обсуждение того, почему инвесторы являются своими собственными злейшими врагами, когда речь заходит о признании своей неправоты, должно начинаться с понятия невозвратных издержек. Безвозвратные издержки – это материальные и временные затраты, которые вы уже понесли и которые не могут быть возмещены. Использование категории безвозвратных издержек позволяет воспринимать убытки убытками и ничем более. Хотя все мы понимаем, что понесенные безвозвратные издержки не должны оказывать влияние на наши текущие решения, но забыть прошлое нам удастся с трудом. Человек может покупать больше акций, даже если их курс падает, лишь потому, что первоначально было принято решение об их покупке. Затем он может гордо заявить: «Я купил их с дисконтом!» Разумеется, если курс этих акций больше никогда не вырастет, как зачастую и происходит, эта теория терпит крах.

Торгующие по тренду не обращают внимания на безвозвратные издержки. Если они покупают, но на рынке возникает неблагоприятная для них конъюнктура, они продают. Их девиз: «Смиритесь с небольшим убытком и уходите». Однако поведение большинства из нас противоречиво, когда нам приходится иметь дело с безвозвратными издержками. Хотя на рациональном уровне мы понимаем, что с уже потраченными деньгами ничего поделать нельзя и нужно двигаться дальше, в эмоциональном отношении мы все еще живем вчерашним днем.

Эксперимент с театральными билетами стоимостью \$10 показывает, как мы иррациональны, когда речь заходит о безвозвратных издержках. Канеман и Тверски попросили группу испытуемых представить, что, придя в театр, они обнаружили, что потеряли свой билет. «Заплатили бы вы еще \$10 за новый билет?» – спрашивали участников эксперимента. Другой группе испытуемых предложили представить, что они собираются пойти на спектакль, но не приобрели билет заранее. В театре они поняли, что потеряли десятидолларовую банкноту. Повлияло бы это на их решение о покупке билета? В обоих случаях предмет эксперимента заключался в получении ответа на простой вопрос: «Потратили бы вы \$10, чтобы посмотреть постановку?» Восемьдесят восемь процентов участников второй группы испытуемых, которые «потеряли» \$10, сказали, что купили бы билет. Однако в первой группе, где испытуемые представили, что потеряли билет, сосредоточившись на невозвратных издержках, склонны были ставить вопрос иначе: «Готов ли я потратить \$20, чтобы посмотреть пьесу, билет на которую стоит \$10?» Лишь 46 % ответили утвердительно

[146].

Существует множество личностных качеств, которые почти на 100 % гарантируют вам убытки. Среди этих качеств, противоположных тем, что свойственны торгующим по тренду, присутствуют:

- **Недостаточная подготовка.** Для успешной торговли требуются накопленные знания в сочетании с четкой концентрацией. Многие скорее будут следовать советам других, чем уделят время своему собственному обучению. Люди становятся ленивы, когда речь идет о необходимой для трейдинга подготовке.

- **Нетерпеливость.** Людьми владеет непреодолимая жажда действия. Возможно, они находятся в погоне за адреналином, стремятся получить «кайф», как от азартной игры. В трейдинге необходимо терпение и рациональные решения, а не «действие ради действия».

- **Необъективность.** Мы недостаточно быстро уходим с рынка, когда начинаем нести убытки. Продавать нам не по душе. В то же время мы зачастую слишком быстро избавляемся от прибыльных активов. И в том и в другом случае мы не в состоянии отделить свои эмоции от рынка. Мы словно женимся на своих позициях.

- **Жадность.** Трейдеры пытаются «поймать» высшую или низшую точку движения рынка в надежде распределить свои сделки во времени таким образом, чтобы максимизировать свою прибыль. Стремление к быстрым деньгам может помешать трейдерам понять, что для успеха необходим по-настоящему упорный труд.

- **Нежелание смотреть правде в глаза.** Трейдеры не желают верить в то, что единственная истина на рынке – это динамика цен. В результате они действуют наперекор тренду и тем самым подготавливают почву для убытков, которые, скорее всего, не заставят себя долго ждать.

- **Импульсивность.** Трейдеры часто входят на рынок необдуманно, например прочитав статью в утренней газете. Ко времени публикации новости уже теряют свое значение для практического применения на рынке. Если вы полагаете, что, действуя быстро, вы каким-то образом сможете опередить кого-либо еще в «великой гонке» внутрисуточных торгов, – вы на верном пути к провалу.

- **Неспособность жить сегодняшним днем.** Если вы стремитесь стать успешным трейдером, вы не можете позволить себе тратить время на обдумывание того, как вы потратите вашу прибыль. Если вы торгуете потому, что нуждаетесь в деньгах, вряд ли при таком настрое вы сможете принимать разумные решения.

- **Склонность проводить ложные параллели.** То, что ситуация на рынке похожа на ту, что сложилась в 1930 г., вовсе не означает, что аналогичные обстоятельства сегодня приведут к похожему результату.

Если вы пытаетесь заполнить разрыв между настоящим и будущим, используя прогнозы, вы гарантированно окажетесь в состоянии постоянной неопределенности, согласны вы с этим или нет. Сегодня ученые начали изучать воздействие на человека постоянной неопределенности. К какому же выводу они пришли? Мы реагируем на неопределенность точно так же, как это делают другие живые существа, которые, столкнувшись с опасностью, приходят в состояние «боевой готовности».

Однако, в отличие от дикой природы, где опасность, так или иначе, рано или поздно исчезает, наша жизнь состоит из непрерывной цепи стрессовых ситуаций,

многие из которых делятся постоянно, а многие – существуют лишь в нашем воображении. По мнению нейробиолога Роберта Сапольски, люди, в отличие от других живых существ, могут (и часто это делают) переживать стресс, лишь воображая стрессовые ситуации. «Для 99 % живых существ на планете стрессовая ситуация предполагает около трех минут панического ужаса, после чего либо опасность миновала, либо вас уже нет в живых. Мы же запускаем в организме ту же самую ответную реакцию при мысли о 30-летней ипотеке», – говорит Сапольски. И хотя размышления об ипотеке не несут в себе угрозы для жизни, стресс от этого, скорее всего, продлится гораздо дольше трех минут. Что же, по мнению таких исследователей, как Сапольски, станет главным недугом населения развитых стран через 50 лет? Депрессия [147].

Очевидно, трейдеры могут испытывать депрессию, когда терпят убытки. Как правило, они смотрят по сторонам в поисках других людей или событий, на которых можно возложить вину за происходящее, чтобы избежать ответственности за свои действия. Вместо того чтобы выявить свои собственные эмоции и мотивы своих действий для понимания причин принятия тех или иных решений, они ищут еще один «Святой Грааль», или прогноз, основанный на фундаментальном анализе, в надежде найти стабильную беспроектную стратегию.

Другая причина, по которой неопределенность принимает угрожающие размеры, заключается в том, что мы часто ведем себя противоречивым образом в отношении денег. Некоторые хотели бы иметь больше денег, но чувство вины мешает им принять их. У кое-кого денег много, но хотелось бы еще больше, и все же их преследует чувство вины. Посвятите немного времени анализу мотивов, побуждающих вас заниматься трейдингом. Если у вас есть хотя бы одна причина для трейдинга, кроме зарабатывания денег, займитесь чем-нибудь другим – и вы избежите стресса с самого начала. Деньги не хороши и не плохи. Деньги это лишь средство – не больше и не меньше.

Разумно ли чувствовать беспокойство или вину из-за денег? Эйн Рэнд ясно выражается относительно рационального и неэмоционального отношения к деньгам в своей классической работе «Атлас расправил плечи».

«Так вы считаете, что деньги – корень зла? – спросил Франциско д’Анконья. – А вы когда-нибудь задавались вопросом, в чем корень денег? Деньги – это средство обмена, которое может существовать, только если производятся товары и люди способны их производить. Деньги – это материальное воплощение того принципа, что люди, желающие заключать друг с другом сделки, должны делать это посредством торговли и отдавать за товар равную ему стоимость. Деньги – это не средство попрошайек, слезами пытающихся выманить ваш товар, или разбойников, отнимающих его у вас силой. Деньги возникли лишь благодаря тем, кто занимается производством. Это вы считаете злом?» [148]

Согласно многочисленным теориям, существующим в экономике, противоречивых чувств в отношении денег не должно существовать. Человеческое поведение должно отражать рациональный подход к деньгам и не приписывать различную ценность одному товару и, наоборот, одну и ту же ценность разным товарам. Предполагается, что мы откажемся платить за наручные часы баснословную

цену, обусловленную лишь громким названием компании-производителя на этикетке. От нас ожидается разумный, объективный выбор, максимизирующий наше благосостояние и финансовую стабильность.

Но какие мотивы движут человеком, который расходует средства с кредитной карты со ставкой 14 %, но и не подумает списать средства для погашения долга со своего депозитного счета? Как объяснить действия людей, тратящих время на изучение нового автомобиля или тщательно выбирающих дизайн для кухни, но, когда приходит время инвестировать в пенсионный фонд, не желающих ничего изучать или проводить какое-либо исследование? Чарльз Фолкнер полагает, что в таких ситуациях играют роль и другие факторы:

«Некоторые проблемы имеют более глубокие причины, они порождены подсознательными ограничительными установками. К примеру, трейдер, закрепивший за собой имидж трейдера-любителя или усвоивший в детстве библейскую притчу о том, что легче верблюду пройти сквозь игольное ушко, чем богатому войти в Царствие Небесное, может неосознанно вредить своей торговле в угоду своим убеждениям. Они прочно укоренились в нас... но если бы все люди, руководствуясь этическими соображениями, считали бы, что деньги плохи, кто бы их зарабатывал?» [149]

Если мы верим, что деньги плохи, как мы заработаем больше? Что думают о деньгах торгующие по тренду? Какой надежный совет поможет нам пересмотреть свою реакцию, чтобы наш подход к торговле был рационален, разумен и осмотрителен?

Ниже рассказано о трех экспертах в области человеческого поведения, изучивших эти вопросы и пришедших к тем же выводам.

Эмоциональный интеллект: Дэниэл Гоулмен

Многие трейдеры бездумно снова и снова, день за днем повторяют одни и те же действия в надежде на получение лучших результатов. Им хочется верить, что, если им удастся разгадать механизм трейдинга, они всегда будут в выигрыше. В результате они постоянно выявляют взаимосвязи и проводят параллели, которых в действительности не существует. Им не хватает видения отличительных особенностей. Именно это и отличает успешных трейдеров от неудачников.

Забавно, что настоящий механизм трейдинга, который они упускают из виду, является общим для всех успешных трейдеров. Они действуют с полной уверенностью в своей способности к принятию решений, неважно, верные они или неверные, в условиях изменяющейся действительности. Нужно забыть о страхе:

«Они не сомневаются в своей способности принимать инвестиционные решения и в том, что в неблагоприятных рыночных условиях сумеют пересмотреть свой образ мыслей и действий в свете новой информации и изменившегося понимания сути ситуации, они твердо уверены в своей способности к усвоению нового. Одним словом, они уверены в своей способности к изменениям» (Чарльз Фолкнер).

Чем меньше вы уверены в себе, тем чаще вы создаете для себя разочаровывающие и деморализующие обстоятельства. Чем больше вы узнаете о рынках и о самих себе, тем сильнее становится ваша уверенность. Чем более вы уверены в себе, тем выше ваша эффективность как трейдера.

В 1995 г. психолог Дэниэл Гоулмен опубликовал свою ставшую бестселлером

книгу «Emotional Intelligence» – всестороннее и глубокое исследование, в котором обосновывается распространение понятия «интеллект» на сферу эмоций. Опираясь на исследования интеллекта и поведения человека, Гоулмен показал, почему люди с высоким коэффициентом интеллекта (IQ) часто испытывают финансовые затруднения, а люди, у которых этот показатель находится на невысоком уровне, порой достигают значительных успехов. По Гоулмену, среди факторов, влияющих на наш успех в жизни, присутствуют самосознание, самодисциплина, интуиция, способность к сопереживанию (эмпатия) и ощущение ритма жизни. Большинство трейдеров не считают эти черты характера полезными для получения прибыли на рынке. Но торгующие по тренду согласились бы с Гоулменом, ведь это как раз те качества, что лежат в основе их трейдерского успеха. Торгующие по тренду изучили самих себя, так что они могут отслеживать свои настоящие эмоции и управлять ими. Другими словами, они могут отделить свои чувства от процесса трейдинга и принимать объективные торговые решения [150].

Гоулмен обращает внимание, что самосознание также подразумевает знание своих жизненных целей. Зная свои жизненные цели и ценности, вы можете стремиться к их достижению. Например, если вам предложили высокооплачиваемую работу, которая, однако, не совместима с вашими ценностями или долгосрочными целями, вы можете без сожаления отказаться от нее. Если вы сталкиваетесь с нарушением корпоративной этики одним из ваших сотрудников, вы решительно действуете, вместо того чтобы игнорировать это или применять половинчатые меры, притворяясь перед самим собой, что это больше не повторится [151].

Контроль над своими эмоциями ведет к повышению эффективности. Однако Гоулмен не призывает нас подавлять наши чувства, такие как беспокойство, страх, гнев или печаль. Мы должны отдавать себе отчет в своих эмоциях и понимать их причины, в результате мы сможем выбирать для себя эффективную линию поведения. По мнению Гоулмена, нашими чувствами движут биологические инстинкты, как это происходит у животных. Мы не в состоянии этого избежать, однако мы можем научиться регулировать свои эмоции и таким образом управлять ими. Регулирование своих чувств подобно непрекращающейся внутренней беседе с самим собой, которую ведут люди с эмоциональным интеллектом, чтобы не оказаться в плену у своих собственных чувств. Гоулмен спешит добавить к этому, что, если нам удастся поддерживать такую беседу, у нас все равно время от времени будут случаться приступы плохого настроения и эмоциональные всплески, как и у всех людей, но мы обретаем способность контролировать их и даже направлять в полезное русло [152].

Способность торгующих по тренду откладывать получение вознаграждения, сдерживать влияние эмоций и нивелировать негативное воздействие рыночных подъемов и спадов делает их не просто успешными трейдерами, а лидерами рынка. Гоулмен обнаружил, что все эффективные лидеры рынка обладают высоким уровнем эмоционального интеллекта наряду со значительной величиной коэффициента интеллекта и владением техникой трейдинга. И в то время как две последние характеристики являются «пороговыми» требованиями, минимально необходимыми для достижения успешных результатов, наличие эмоционального интеллекта – это обязательное условие для занятия ведущих позиций на рынке. Не обладая

эмоциональным интеллектом, вы можете иметь блестящую подготовку, острый аналитический ум и беспредельные творческие способности, но все же не станете великим лидером [153].

Истории Билла Данна, Эда Сейкоты и Джона Генри говорят нам о том, что все они «сделали себя сами», с самого начала поставив своей целью достижение успеха. Однако совершенствование стратегии следования тренду, применение ее на новых рынках, обучение других и расширение своих собственных знаний в области трейдинга – вот то, что позволяет им сохранять лидирующие позиции.

Не менее важной, чем управление своими собственными чувствами, является способность понимания чувств других людей. Мало кто из нас живет или, переходя к нашей теме, занимается трейдингом в вакууме. Чувство отчужденности от остального мира, изолированности, отсутствия человека, к которому можно обратиться, – это последствия, с которыми обычно сталкиваются трейдеры, находящиеся в затруднении, но при принятии решений советуясь лишь со своим компьютером. Это не означает, что вам обязательно нужна группа коллег, с которыми можно поболтать за чашкой чая каждые пару часов, но объективность возможна лишь при гармоничной жизни.

Чарльз Фолкнер

Почему такие люди, как Ричард Дончиан и Эд Сейкота (см. главу 2), способны были обучить других стратегии следования тренду? Один из возможных ответов на этот вопрос помогает дать нейролингвистическое программирование, или НЛП.

Чарльз Фолкнер, один из лучших преподавателей НЛП, обучивший сотни трейдеров, профессионально и доходчиво объясняет, как получить «психологическое преимущество»:

«Техника НЛП помогает избавиться от негативных внутренних установок и заменить их позитивными. Подумайте о неблагоприятно складывающихся торгах... что будет, если вы остановитесь на секунду, сделаете глубокий вдох и выдох, а затем вновь вернетесь к торговле? Вы почувствуете себя значительно лучше. Некоторым нужно выпить не один стакан виски, чтобы достичь этого ощущения. Когда вы взволнованы, просто сделайте такую паузу, расслабьтесь ненадолго – и вы увидите, что напряжение уменьшилось. Повторите это упражнение – и вы быстро вернетесь в нормальное состояние» [154].

Впервые я встретил Чарльза Фолкнера на семинаре по трейдингу. С тех пор мы поддерживаем дружеские отношения. Фолкнер обладает природным даром обучения целостному видению ситуации. Он всегда советует трейдерам быть хозяевами положения:

«Он хочет, чтобы каждый трейдер думал: “Я достаточно компетентен, чтобы быть уверенным в себе. Я знаю, что происходит на этих рынках. Если я не буду этого знать, я уйду с рынка”» [155].

Как многие профессиональные педагоги, Фолкнер использует простые истории для иллюстрации сложных тем. Мне, например, весьма удачно подобранным показался пример Фолкнера со швейцарским горнолыжным катанием, приведенный в книге «Новые маги рынка» («The New Market Wizards»). На примере катания на лыжах он

объясняет принцип действия НЛП. Он обращает внимание на то, что до 1950-х гг. большинство людей считали способности к горнолыжному спорту врожденным талантом, которому невозможно научиться в течение жизни. Затем были сняты фильмы о нескольких знаменитейших европейских лыжниках, чтобы выявить характерные для них движения. Было обнаружено, что их техника во многом схожа. Все могут научиться быть хорошими лыжниками, если будут выявлены характерные для великих лыжников движения, чтобы можно было обучить им других людей. Фолкнер отметил, что эти основные навыки и называются моделью и что модель (т. е. набор базовых принципов) может быть применена в любой ситуации [156].

«Треjderский клан» Эда Сейкоты

Эд Сейкота, о котором было рассказано в главе 2, долгое время был наставником трейдеров. Его естественная склонность к преподаванию и наставничеству привела к созданию им «Треjderского клана» – всемирного сообщества трейдеров, которые встречаются раз в месяц, чтобы «найти решения стоящих перед ними задач»:

«Треjderский клан» – это ассоциация трейдеров, стремящихся к профессиональному совершенству и личностному росту и поддерживающих друг друга» [157].

В основе деятельности созданного Сейкотой «Треjderского клана» лежат психологические и эмоциональные установки, которые Сейкота считает ключевыми для успешного трейдинга (и, в сущности, для жизни вообще). Чарльз Фолкнер рассказывает историю, иллюстрирующую тонкую интуицию Сейкоты в области трейдинга: «Я помню, как Сейкота поделился с группой студентов одним приемом. Он сказал, что когда все вокруг считают, что тот или иной рынок исчерпал повышательный тренд, для него это зачастую сигнализирует о наступлении благоприятного момента для входа на рынок. Когда я спросил у него, каким образом он определяет этот момент, он ответил, что он просто прикрепляет график динамики цен на противоположную стену комнаты и, если ему кажется, что тренд повышательный, он открывает длинную позицию... Разумеется, такой торговля виделась в глазах человека, обладающего глубоким пониманием механизма функционирования рынка» [158].

Сейкота не претендует на знание ответов на все вопросы, но у него исключительно удачно получается адресовать их обратно студентам, так, чтобы те размышляли над истинной сущностью вещей. Точность его языка, как и у Фолкнера, заставляет вас внимательно относиться к его словам. Чонси Дилаура, один из учеников Сейкоты, подробно описывает его метод обучения:

«Мозг, словно фильтр, пропускает лишь часть информации. Когда вы создаете системы или устанавливаете в ней сигналы для открытия и закрытия позиций, это постоянная составляющая вашей деятельности. Моя цель – понять эти подсознательные процессы. Многие из того, что делает Сейкота, – это, по сути, дыхательная техника для достижения измененного состояния сознания, когда вы каким-то образом расширяете фильтры своего восприятия. Мы делали это как в структурированном, так и в неструктурированном виде, концентрируясь при этом на различных вопросах, таких как, например: «Почему я всегда поступаю так или иначе, когда торгую?» [159]

Вот несколько лучших, на мой взгляд, идей, которые я вынес из общения с Сейкотой:

- Одна из целей системы Trading Tribe Process – это выявление и нейтрализация эмоций, мешающих вам следовать указаниям своей системы.

- Когда вы принимаете во внимание все происходящее в текущий момент времени и берете на себя ответственность за свои действия, вы замечаете, что даже убытки являются результатом вашего намерения. Осознав это, вы можете сделать свои намерения более ясными и четкими и избежать убытков. В каждом текущем моменте находит свое проявление целая цепь прошлых событий, и в любой момент настоящего вы можете выбрать достижение какого-либо результата, равнозначного вашему намерению. И наоборот, вы можете предпочесть избегать ответственности, особенно за отрицательные результаты, и попытаться объяснить их внешними причинами.

- Анализ ведет к решению проблемы. Система Trading Tribe Process (ТТР) позволяет снять проблему и увидеть, что все уже идет так, как нужно. Убежденные любители искать решения пытаются использовать ТТР как инструмент анализа до тех пор, пока не избавятся от собственного желания предпринимать действия для решения проблем.

- Примите на себя ответственность за свои действия – и вы убедитесь, что намерения равнозначны результатам. Снимите с себя ответственность – и разрыв между намерениями и достигнутыми результатами может возникнуть.

- В действительности ваша торговая система – это набор чувств, которые вы не хотите испытывать.

- Отслеживая свои эмоции и одновременно ситуацию на рынках, принимайте все, что происходит, и двигайтесь с этим вперед. Пытаться силой воздействовать на чувства – это все равно, что пытаться силой воздействовать на рынок. Вы можете найти определенное удовольствие в том, чтобы позволить своим эмоциям и рыночным тенденциям приходить и уходить после того, как они станут для вас пройденным этапом.

Почему такой успешный трейдер, как Эд Сейкота, так углубляется в тему эмоций, тратя на это столько времени? «В западном обществе доминирует мысль о том, что мы должны отделять разум от эмоций. Последние научные исследования показывают, что такое разделение не только невозможно, но и нежелательно» [160].

Сейкота знает об этих «последних научных исследованиях» вот уже 30 лет.

Важно любопытство, а не научные степени

Вспомните чувство простого детского любопытства, когда у вас нет никакой цели, кроме того, чтобы просто узнать что-либо. Любопытство, о котором мы говорим, не ограничено никакими условиями и полно энтузиазма. Это такое же жадное любопытство, которое испытывают дети, впервые разбирая свой фотоаппарат, чтобы понять, как он работает.

Многие трейдеры сосредотачиваются на отвлеченном интеллекте как своем единственном инструменте для принятия решений. Они отгораживаются от эмоциональной стороны процесса, ключевого элемента успеха, как считает Уильям Экхардт, трейдер, долгое время использующий стратегию следования тренду:

«Я не вижу тесной связи между успешным трейдингом и интеллектуальными

способностями. Некоторые выдающиеся трейдеры обладают довольно развитым интеллектом, но про других этого не скажешь. Многие чрезвычайно умные люди – ужасные трейдеры. Для трейдинга достаточно средних умственных способностей. Кроме того, более важна эмоциональная составляющая» [161].

Для того, кто хочет стать выдающимся трейдером, эмоциональный интеллект столь же важен, как способность к рассуждению или коэффициент интеллекта. Мы так приучены производить впечатление людей, обладающих «книжным умом», что часто боимся проявлять любопытство. Мы думаем, что, если будем задавать вопросы, нас сочтут невежественными, тогда как в действительности, если мы не будем задавать вопросы, помогающие нам познать мир, это чревато для нас еще большими неприятностями. Другие, возможно, боятся не вопросов, а ответов на них, которые могут содержать новую информацию, которую нужно включить в свою жизнь, или, хуже того, информацию, доказывающую их неправоту. Неограниченное любопытство заставляет вас отступить на шаг назад и увидеть все со стороны так, как оно есть, прямо сейчас.

Большую часть своей жизни люди тратят на получение информации от окружающих. Затем их оценивают: насколько хорошо они могут воспроизвести эту информацию тому, кто им ее впервые изложил. Когда наступает время нести ответственность за принятые нами решения, мы все время ищем кого-то, кто бы сказал нам, что делать, или смотрим, что делают другие. Образование убивает в нас любопытство.

Так, например, Алан «Ас» Гринберг, исполнительный директор Bear Stearns, в своем «Меморандуме председателя совета директоров» напоминает сотрудникам, что «наше главное стремление – развиваться изнутри. Если человек со степенью MBA хочет получить работу в нашей компании, конечно, это не будет отрицательным фактором в наших глазах, но по-настоящему нам нужны люди со степенью PSD [162]. Они создали нашу компанию, и их много вокруг нас, поскольку наши конкуренты, судя по всему, в качестве сотрудников ограничиваются обладателями степени MBA» [163].

Гринберг понимает необходимость увлеченности и любопытства, но многие потенциальные трейдеры стремятся угодить другим, полагая, что это даст им пропуск в мир трейдерского успеха. Они потратили всю свою жизнь на то, чтобы давать «правильные» ответы своим наставникам. В конце концов у них формируется представление о том, что если люди ими довольны, это означает, что они правы. Забавно, что, как только они покидают мир науки и начинают действовать самостоятельно, их потребность чувствовать свою правоту часто дает обратный эффект. Игнорирование мнений и роли других, чтобы оставаться «правым», вряд ли можно назвать «угоджающим поведением»: «Не только студенты стремятся угождать людям или быть правыми. Я утверждаю, что серьезные студенты (и преподаватели) понимают, что они многого не знают, и им не так интересно, что именно правильно. В то же время те, кто знают немного, часто ощущают потребность все время быть правым в отношении этого. На угождение людям это совсем не похоже, однако люди, которым необходима собственная правота, обычно все время игнорируют мнение других людей и, следовательно, не могут им угодить» (Чарльз Фолкнер).

Зигмунд Фрейд раскрывает самую суть данной проблемы:

«Какой печальный контраст мы наблюдаем между блестящим умом ребенка и слаборазвитыми интеллектуальными способностями среднего взрослого».

Это звучит так просто – сохранение детской любознательности и энтузиазма по отношению к окружающему миру позволяет оставаться открытым для принятия новых идей. Детей не беспокоит тот факт, что они еще растут. Возможно ли умерить свое эго и воспринимать себя как еще находящегося на пути развития?

Настрой на успех

Простое знакомство с философией и правилами различных трейдеров не пробудит у человека жажду действия. Этого недостаточно, чтобы у людей возникло желание преуспеть в трейдинге. Они должны быть настроены на успех. Но если они не хотят успеха, если это не овладевает всем их существом, высока вероятность того, что их ждет неудача.

Увлечение следованием тренду – это то же чувство, с которым вы узнаете все новое в жизни. Скажем, вы говорите: «Я хочу следовать тренду, но я плохо разбираюсь в программировании, а мне нужно каким-то образом создать у себя на компьютере программу с правилами следования тренду». В данной ситуации перед вами стоит выбор: либо совсем отказаться от этой идеи, либо самому научиться писать программы, либо найти кого-нибудь, кто поможет вам создать программу для вашей торговой системы. Если вы действительно увлечены этой идеей, вы, так или иначе, решите эту проблему и будете двигаться дальше.

Увлечение следованием тренду похоже на увлечение спортом. Если вы хотите стать непревзойденным бейсболистом, вы будете непрерывно тренироваться. Вы никогда не опустите руки. Ваша цель будет достигнута, когда вы попадете в большой спорт. Но единственная причина, позволившая вам этого добиться, – это ваш настрой на победу с самого начала. Все хотят попасть в большой спорт и получать большие деньги, но настроены ли они добиваться этого с неуклонной решимостью? Чарльз Фолкнер смотрит на это несколько иначе и поясняет нам: «На мой взгляд, речь идет скорее о выборе между тем, что соответствует вашей натуре, и изменением своей природы для достижения того, о чем вы мечтаете. Большинство людей не понимает, что необходимо сделать этот выбор. Они выбирают профессию по принципу “Я хорошо общаюсь с людьми, значит, мне нужно быть менеджером по продажам” или “Я разбираюсь в математике, значит, мне нужно быть программистом”. Мало кто осознает, что возможно оставлять неизменными свои мечты и варьировать свое поведение и навыки до тех пор, пока они не достигнут уровня, необходимого для соответствия тому, чем вы хотите заниматься. А обычно имеет место и то и другое».

Если вы собираетесь добиться успеха, базовые принципы и психологические требования одни и те же, неважно, о какой сфере деятельности идет речь. В любом случае каждый день вам нужно просыпаться с отчаянным желанием добиться успеха. Тогда вам просто придется это осуществить. Вы должны быть каждый день постоянно сосредоточены на достижении своей цели. Вы не можете проснуться утром и сказать: «Что ж, я приложу немного усилий сегодня и посмотрю, что произойдет. Если это не подействует, я могу сказать, что я старался, и пожаловаться своей жене или подруге». Вы не можете метаться из стороны в сторону лишь потому, что прочитали в газете или услышали в какой-нибудь аналитической телепередаче фразу: «Вот быстрый способ

разбогатеть, или “Святой Грааль”». Вы должны осознавать, что собираетесь делать, глубоко понимать роль, которую играет человеческое поведение, и осуществлять задуманное.

Основные положения

- Чарльз Фолкнер: «Все успешные трейдеры, которых я знаю, четко осознают, что их жизнь не ограничивается трейдингом. Им очень интересны деньги и то, что нужно сделать, чтобы эти деньги получить. Они принимают свое прошлое так же, как и настоящее. Чем бы они ни увлекались в жизни, будь то математика, музыка, философия, психология или бейсбол, это помогает им действовать на рынках. Ежедневно, неважно, получают ли они в этот день прибыль или несут убытки, они занимаются тем, что им нравится. Я слышал, это также хорошо помогает, когда долго не меняешь позицию на рынке».

- Эд Сейкота: «Чтобы освежить комнату, откройте окно. Это действует также и в отношении чувств и разума».

- Эд Сейкота: «Порой люди играют на бирже и проигрывают, чтобы замаскировать какие-либо чувства, которых они хотят избежать. например, чувство вины».

- Эд Сейкота: «Одним нравится искать, другим – находить, а третьи понимают, что у них уже есть все, что необходимо».

- Если вы хотите стать успешным трейдером, вам нужно искренне увлечься процессом обучения.

- Пусть игра на публику, стадный инстинкт и необходимость всегда и во всем быть правым станут проблемами других, но не вашими.

- Победители берут на себя ответственность; неудачники ищут виноватых.

- Вы с самого начала должны поверить в то, что вы можете это сделать. Нужна смелость для того, чтобы сделать то, что отличается от действий большинства.

- Этьюл Гэуэнд в своей работе «The Learning Curve» прямо говорит о важности практики: «Было проведено много исследований успеха профессионалов в различных областях – концертирующих скрипачей, шахматных гроссмейстеров, профессиональных лыжников, математиков и т.п. Важнейшее отличие, которое исследователи выявили между ними и их менее успешными коллегами, заключалось том, что они посвятили очень много времени интенсивной, целенаправленной практике. Пожалуй, самый главный талант – это талант к практике как таковой. наиболее важная роль врожденных способностей, возможно, заключается в готовности человека постоянно тренироваться и совершенствоваться».

- Пройти тестирование на выявление особенностей своей личности можно на сайте www.knowyourtype.com.

Глава 5 Процесс принятия решений

«Простите, вы не подскажете, в каком направлении мне идти отсюда?» – «Это сильно зависит от того, куда вы хотите попасть», – ответил кот.

– Льюис Кэрролл [164]

Эвристика нам представляется способом, с помощью которого человеческое сознание может воспользоваться структурой информации в окружающем мире для нахождения разумных решений.

– Герд Гигеренцер и Питер Тодд [165]

Подход торгующих по тренду к процессу принятия торговых решений заметно отличается от подхода большинства трейдеров. Как вы уже могли догадаться, они его упрощают. Например, каждый день трейдеры для принятия решения пытаются оценить непрекращающийся поток запутанной, противоречивой и излишней рыночной информации. На глубокие размышления, позволяющие полностью понять последствия своих решений, времени мало или совсем нет. Хотя они понимают, что верные решения должны быть взвешенными и опираться на фактические данные, их пугает перспектива проводить анализ, который, по их мнению, необходим для принятия правильных решений. В условиях сжатых сроков и других требований времени они в конце концов опускают руки и не принимают никакого решения или позволяют кому-либо решать за них.

Терренс Один, специалист в сфере поведенческой теории финансов, приводит в качестве примера рулетку. Он подчеркивает, что даже если до того, как вступить в игру, вы узнали результаты предыдущих 10 тыс. игр, изучили материал, из которого изготовлена рулетка, и выяснили множество другой полезной информации, вы все же не знаете самого главного – на какое поле упадет шарик в следующей игре. Эд Сейкота развивает мысль Одина [166] :

«Хотя фундаментальный анализ помогает вам понять механизм функционирования рынка, он не отвечает на вопросы: когда, сколько? К тому же к моменту проявления фундаментального фактора соответствующая тенденция может уже сойти на нет. Как раз в период последнего подъема на рынке живого скота среди фундаментальных факторов присутствовали китайские закупки, коровье бешенство и диета Аткинса» [167] .

Торгующие по тренду контролируют то, что, как они знают, поддается контролю. Они знают, что могут выбрать тот или иной уровень риска. Они также знают, что могут измерить волатильность. Они понимают, какие транзакционные издержки влечет за собой трейдинг. Но остается еще много такого, чего, как они сами понимают, они не знают. Так как же они поступают в условиях неопределенности? Они «принимают подачу». Способность к принятию решений является ключевой составляющей их трейдерской философии. Их методы принятия решений могут показаться очевидными, но для понимания механизма их торговли необходимо прежде всего понимать философию, лежащую в основе процесса принятия ими решений.

Если для описания их стиля использовать аналогию с футболом, вопрос стоит следующим образом: «Вы хотите или не хотите принять подачу? Мяч летит к вам через поле. Решайте, принять ли вам пас. Решить это необходимо заранее. И когда поданный

мяч рядом с вами – если это ваш мяч, бейте по нему. Почему вам нельзя искать больше информации, прежде чем принять пас? Потому, что в условиях неопределенности окружающего мира, если вы будете дожидаться дополнительных сведений до тех пор, пока картина не станет более ясна (или до тех пор, пока мяч не пересечет поле), вы упустите подачу».

Бритва Оккама

Попытка решить нелегкий вопрос о принятии разумных решений в сложных условиях окружающей нас действительности едва ли нова. Еще в XIV в., во времена Средневековья, когда жизнь была столь же строга и замысловата, как и строившиеся тогда соборы, философы пытались разрешить задачу принятия простых решений в сжатые сроки. В любой науке, когда появление новой информации требует создания новой теории, предлагается, изучается и отвергается множество гипотез. И все же, когда все ложные гипотезы исключены, может остаться несколько, порой ведущих к одному и тому же результату, но опирающихся на различные предпосылки. Для того чтобы сделать выбор между похожими теориями, ученые иногда используют так называемую «бритву Оккама».

«Бритва Оккама» – это принцип, предложенный в XIV в. монахом-францисканцем и логиком Уильямом Оккамским. Согласно данному принципу, ничто не должно быть более подробным, чем это необходимо. В оригинальном латинском варианте принцип «бритвы Оккама» звучит следующим образом: «Не следует множить сущности без необходимости». Этот принцип лежит в основе всех научных теорий и моделей. Обычно он интерпретируется так: из двух или более похожих теорий предпочтительнее простейшая, а для объяснения неизвестного ранее явления должны по возможности использоваться уже известные понятия [168]. Принцип «бритвы Оккама» не гарантирует, что простейшее решение окажется правильным, но его истинная польза в том, что он позволяет сосредоточиться на самом главном для вас.

Быстрый и экономичный способ принятия решений

В рамках когнитивной науки и экономики всегда подразумевалось, что люди, принимающие наилучшие решения, обладают достаточным запасом времени и способностями для обработки большого объема данных. В рамках нового направления в науке – эвристики – дается ответ на вопрос о том, как совершать оптимальный выбор путем упрощения процесса анализа информации. Герд Гигеренцер и Питер Тодд в своей работе «Simple Heuristics That Make Us Smart» анализируют механизм преодоления жизненных трудностей, используя простейшие инструменты принятия решений. Они исходят из следующего:

«Быстрый и экономичный метод эвристики требует минимальных временных затрат, знаний и вычислительной техники, чтобы совершать адаптивный выбор в условиях реального мира» [169].

Например, одной из составляющих быстрой и экономичной эвристики является принятие решения на основе единственной причины. Это звучит удивительно похоже на описание действий торгующих по тренду, когда они сталкиваются с необходимостью принятия трейдерского решения: «Они используют для принятия решения лишь информацию о ценовой динамике – это общий для них всех

краеугольный камень их стратегии. Таким образом, они могут прекратить поиск, как только найдено первое основание, достаточное для того, чтобы решение было принято» [170].

Другими словами, неважно, касаются ли ваши решения жизни вообще или трейдинга в частности, процесс их принятия не должен быть слишком сложен. Вы можете быстро принять трейдинговое решение на основе единственной информации – о цене. Однако можете ли вы себе позволить такую уверенность в необходимости упрощения? Чарльз Фолкнер обнаружил, что многие черты характера роднят успешных трейдеров с людьми, добившимися успеха на другом поприще. Это, например, быстрая реакция, или, иначе говоря, готовность к мгновенной смене позиции [171].

Когда мы сталкиваемся с необходимостью принятия решения, самым правильным зачастую оказывается действие в соответствии с первым побуждением. Если мы начинаем раздумывать, перебирать имеющиеся возможности и альтернативы или пытаться перехитрить самих себя, в конечном итоге мы можем принять неверное или правильное, но отнявшее слишком много драгоценного времени решение.

Гигеренцер и Тодд поясняют:

«...эта быстрая и экономичная эвристика может служить путеводной звездой в таких непростых сферах деятельности, где ситуация непрерывно изменяется (как, например, в сфере инвестирования на фондовом рынке), что требует принятия ряда последовательных взаимозависимых решений. Именно эта характерная черта окружающей обстановки используется эвристикой, в рамках которой предполагается быстрое принятие решений вместо сбора и обработки информации в течение длительного периода, в течение которого более шустрый конкурент может вырваться вперед и получить перед вами преимущество» [172].

Далее Гигеренцер также проводит аналогию со спортом:

«Вспомните, как игроки в бейсбол, крикет или футбол пытаются завладеть мячом. Может показаться, что им придется решить в уме сложные дифференциальные уравнения, чтобы предсказать траекторию движения мяча. В действительности игроки применяют простую эвристику. Когда мяч летит вверх, игрок фиксирует это и начинает бежать. Эвристика помогает подобрать такую скорость бега, чтобы угол взгляда – имеется в виду угол между глазами и мячом – не менялся. Игрок может пренебречь всей информацией, необходимой для вычисления траектории, такой как, например, первоначальная скорость мяча, расстояние до него и угол между мячом и игровым полем, и сосредоточиться исключительно на угле взгляда» [173].

К такому же выводу пришел бейсбольный кэтчер Тим Маккарвер, который также считает, что в трейдинге, как и в бейсболе, важна скорость. Различие между оперативным и экономичным принятием решений бейсбольным игроком Маккарвером и оперативным и экономичным принятием решений владельцем бейсбольной команды и трейдером Джоном Генри удивительно невелико. John W. Henry and Co. первой среди трейдерских компаний открыто обратила внимание на пользу эвристики. В своей речи на заседании Нью-Йоркской товарной биржи президент John W. Henry and Co. Марк Рцепчински высказался по поводу быстрого и экономичного способа принятия решений:

«Мы как компания, торгующая по тренду, для принятия решений используем лишь информацию о ценах и волатильности. Мы так поступаем, поскольку не думаем, что способны предугадать будущее. Более того, я не могу хорошо разбираться во всех рынках, на которых мы торгуем. В действительности я не слишком хорошо разбираюсь ни в одном из них, поэтому мне остается лишь хорошо уметь при необходимости оперативно принимать решения, когда появляется важная информация. Таким образом, мой способ повышения оперативности заключается в использовании данных о ценовой динамике, которая отражает совокупные ожидания всех участников рынка. Мы пытаемся выявить нужные сигналы настолько быстро, насколько это возможно, чтобы мы могли действовать оперативно, ограничивая степень риска и создавая новые возможности <...> мы экономично используем эмоции в этом процессе <...> очень простая эвристика, основанная на признании факта <...> самой по себе информации о ценах <...> что может служить этому примером? Мы привыкли описывать это при помощи нелинейных моделей. Но это ничем не отличается от того, что некоторые описывают как системы, основанные на ценовых “пробоях”» [174].

Каков главный элемент простой эвристики Рцепчински для принятия трейдерских решений? Неудивительно, что это цена. Истина в том, что чем меньше трейдеры занимаются сложным анализом – и чем меньше трейдерских решений они себе позволяют принять, – тем больше их прибыль:

«Многие ошибочно считают простые средства примитивными. Однако сегодня исследователи полагают, что простые методы принятия решений более эффективны, нежели более сложные. Это, возможно, кажется противоречащим привычной логике, но в сложной обстановке, когда решения принимаются в условиях ограниченной информации и жестких временных рамок, может не иметься времени для рассмотрения всех возможных альтернатив» (Марк Рцепчински) [175].

«Люди склонны все чрезмерно усложнять. Следование тренду по своей сути очень просто, но никто, а в особенности инвесторы, не хочет верить, что нечто простое может приносить доход. Мы преуспели благодаря нашей способности концентрироваться на главном и высокому уровню дисциплины. Мы придерживаемся намеченной стратегии, и наша сильная сторона заключается именно в этом» [176]. Однако не все, как указывает Гигеренцер, согласны с концепцией быстрой и экономичной эвристики:

«Одни утверждали, что это не может быть правдой, что все это неверно или что это невозможно воспроизвести. Среди них были и финансовые консультанты, которые, несомненно, остались не слишком довольны результатом. Другие говорили, что это для них не новость и они с самого начала об этом знали. Фондовый рынок весь соткан из слухов, распознавания рыночных сигналов и психологии» [177].

Если цена – это лишь эвристика, используемая торгующими по тренду, то их показатели доходности могут служить ярким доказательством действительности эвристического однофакторного принятия решений. Несмотря на это, ограничиться единственным простым эвристическим фактором, таким как цена, нелегко. Трейдеры не могут удержаться от попыток улучшить свою торговлю. Ими овладевает нетерпение, жадность, лень или чаще всего скука. И слишком многим просто нравится принимать решения, даже если они эффективны лишь в краткосрочном периоде и не имеют никакого отношения к прибыли или выигрышу.

К примеру, допустим, вы получили сигнал покупать акции Microsoft. Вы их покупаете, если это соответствует вашей рыночной философии и правилам. Вы доверяете своим правилам и способности принимать решения. Не пытайтесь усложнить ситуацию больше, чем это необходимо. Это не значит, что стратегия следования тренду проста. Однако сопутствующие этому решения должны быть таковыми.

Дилемма инноватора

Клейтон Кристенсен, автор книги «Дилемма инноватора» («The Innovator's Dilemma»), понимает следование тренду. А точнее, Кристенсен, как и торгующие по тренду, понимает концепции вероятности и реагирования:

«Люди читали книгу [«Дилемма инноватора»] скорее для того, чтобы найти ответы на интересующие их вопросы, чем для того, чтобы понять суть. Они просили: “Скажи, что нам делать”, вместо того, чтобы, наоборот, сказать: “Помоги нам понять, чтобы мы сами могли решить, что нам делать”. Аналитики Уолл-стрит – это инвесторы без теории. Все, на что они способны, – это реагировать на цифры. Но цифры, от которых они отталкиваются, характеризуют прошлую, а не будущую динамику. Вот почему они действуют “большой толпой”. Профессионалы и бизнес-консультанты Уолл-стрит возвели в ранг добродетели действия на основе собранной информации. Это и является главной причиной неспособности компаний предпринимать своевременные действия» [178].

Кристенсен пытается донести до нас мысль о том, что необходимо научиться принимать решения, не имея всей информации, поскольку вы не можете предвидеть, как повлияет на рынок то или иное изменение до того, как оно произойдет, а после будет уже слишком поздно. Взгляните, например, на акции с постоянно колеблющимся курсом, такие как Yahoo!. Вероятно, вы говорили себе: «В такой-то момент мне нужно было их купить, а в такой-то – продать». Но вы никак не могли предвидеть будущую динамику курса Yahoo!. Вместо этого вам следует начинать действовать задолго до того как станет очевидным направление тренда. Вы находитесь в состоянии полной боевой готовности гораздо раньше, чем зрители CNBC догадаются, что налицо наличие тренда. Эти люди – как раз та толпа, о которой упоминает Кристенсен.

Представьте что вы – торгующий по тренду и в один прекрасный день вы видите, что направление динамики рынка проявилось достаточно определенно, чтобы у вас появились основания действовать. Например, согласно вашему правилу, нужно покупать, если цена достигает уровня \$20. Вы так и поступаете. Это не обсуждается. Возможно, это покажется скучным. Вы можете почувствовать, будто не контролируете ситуацию. Вам может показаться, что трейдинг должен быть более захватывающим, увлекательным и более веселым занятием, – в таком случае вам стоит подумать о поездке в Лас-Вегас. Если вы хотите добиться успеха, вам необходимо надлежащим образом выполнять предписанные действия. Чего вы хотите? Веселья, возбуждения, очарования? Или вы хотите действовать и побеждать?

Метод и результат

Метод принятия решений – это лишь метод. Вы не можете принимать решения на основании ожидаемого результата. Майкл Мобуссин и Кристен Бартхольдсон из Credit Suisse First Boston выдвигают убедительный аргумент в пользу метода:

«Слишком часто инвесторы акцентируют внимание исключительно на результате, не изучив должным образом метод. В какой-то мере концентрация на результатах понятна. Именно результаты, т. е. чистая прибыль или убыток, в конечном итоге имеют значение. Кроме того, результаты обычно легче поддаются оценке, нежели метод, и являются более объективными. Однако инвесторы часто допускают существенную ошибку, предполагая, что хороший результат достигается благодаря правильному методу; и наоборот, если результат отрицательный, это означает, что был выбран неверный метод. По контрасту с такой точкой зрения лучшие профессионалы в долгосрочном периоде в любой сфере, будь то инвестирование, управление спортивной командой или игра в тотализатор, – все они считают метод более важным, чем результат» [179].

Опираясь на наблюдения Мобуссина и Бартхольдсона, профессора из Уортонской школы Эдвард Руссо и Пауль Шумейкер, специализирующиеся в области принятия решений, предлагают простой и эффективный инструмент для разрешения дилеммы между методом и результатом (табл. 5.1).

Таблица 5.1. Метод и результат [180]

		Результат	
		Хороший	Плохой
Метод, используемый для принятия решения	Хороший	Заслуженный успех	Невезение
	Плохой	Слепая Фортуна	Справедливое возмездие

На схеме «метод и результат» (табл. 5.1) изображен простой инструмент, используемый торгующими по тренду каждый день. Представьте себе, что вы используете хороший метод для принятия решений в трейдинге. Если своими результатами вы тоже довольны, вы считаете ваш успех в трейдинге заслуженным. С другой стороны, если ваш метод хорош, но результаты оставляют желать лучшего, вы рассматриваете свою неудачу как простое невезение. Только и всего.

Основные положения

- Эд Сейкота: «Быстрая и экономичная эвристика» Гигеренцера – это другое название житейской мудрости. Одно из ее хороших правил: “Следуй тренду»».
- Не отождествляйте простоту с примитивным мышлением.
- При более глубоком рассмотрении наука начинает признавать, что интуиция – это не дар, а навык. И этому навыку, как и любому другому, можно обучиться.
 - «Бритва Оккама»: если имеются два похожих решения одной проблемы, выбирайте простейшее из них.
 - Смелчаки, принимающие решения, действуют в соответствии с избранным планом. Они не оглядываются назад. И если по ходу дела что-то меняется, их план достаточно гибок для того, чтобы они могли приспособиться к этим изменениям.
 - Мюррей Ротбард из Mises.org утверждает: «...если хороший предприниматель вдруг совершит грубую ошибку, он понесет соразмерные этому убытки; если же плохому предпринимателю улыбнется удача, он получит соответствующий доход. Рынок не помнит былых заслуг, хотя бы и значительных. Капитал сам по себе не

генерирует прибыль. Этого можно добиться лишь с помощью разумных предпринимательских решений».

- «Благодаря каждому усилию я узнавал много нового. С каждой ошибкой и неудачей, не только своей собственной, но и окружающих меня людей, я понимал, чего делать нельзя. Также мне удалось научиться успеху у своих деловых партнеров. В результате я натерпелся страха сверх меры и получил безграничную надежду и, что гораздо важнее, умение не экономить время и силы. Смысл всего этого в том, что не имеет значения, сколько неудач вас постигло. Не имеет значения, сколько раз вы были на волосок от цели. Никто не узнает о ваших неудачах и никого они не волнуют, вот так же и вы должны к ним относиться. Все, что вам нужно делать, – это учиться на своих и чужих ошибках, ведь, единственное, что имеет значение в бизнесе, – так это то, что однажды у вас это получается. И тогда все смогут сказать, как вам повезло».

Марк Кьюбен www.blogmaverick.com

Глава 6 Научный трейдинг

Во время одного из интервью Энн Драйан (жену Карла Сагана) спросили: «Разве он [Саган] не хотел верить?» Она ответила: «Он не хотел верить. Он хотел знать».

Основные принципы, Кларисс. Почитай Марка Аврелия. В отношении каждой конкретной вещи или понятия задавай вопрос: что это по своей сути? какова природа этого?

– Ганнибал Лектор [181]

Торгующие по тренду воспринимают трейдинг как науку. Они смотрят на мир с точки зрения физика:

«Наука о природе или природных объектах; наука, изучающая законы и свойства материи и воздействующие на нее силы; в узком смысле слова – та отрасль естествознания, которая изучает причины изменения базовых свойств физических тел; естественная философия» (Словарь Уэбстера) [182].

У физики и следования тренду много общего. И то и другое опирается на цифры и использует модели, описывающие взаимосвязи явлений. В физике, как и в следовании тренду, постоянно происходит проверка моделей на практике в реальных условиях:

«Управление денежными средствами похоже на физический эксперимент и предполагает работу с цифрами и подбор различных значений переменных величин. Сходство между ними еще глубже. Как известно, физика подразумевает описание явлений окружающего мира при помощи абстрактных математических моделей. Модели могут описывать явления разной степени сложности, такие как движение молекул газа или движение звезд в галактическом пространстве. Оказывается, подобные модели с таким же успехом могут быть применены к столь же сложному механизму финансовых рынков» [183].

Когда мы используем термин «научный трейдинг», мы не относим его к разработчикам и ученым, создающим изящные, но замысловатые теоретические

модели, которым в конечном итоге недостает простоты. Сохранить простоту нелегко, поскольку сложнее всего выполнить очевидные вещи. В данной главе никоим образом не ставится задача полностью охватить предмет трейдинга как науки, но в ней действительно предлагается обзор научных взглядов торгующих по тренду.

Критическое мышление

Торгующие по тренду трейдеры, подобно физикам, открыты к восприятию нового в своей науке. Они проводят исследования и эксперименты. Как и физики, они критически рассматривают ситуацию и задают четкие вопросы. Их умение четко и объективно ставить вопросы (а затем находить на них ответы) – главная причина их трейдерских достижений. Чтобы добиться успеха как в трейдинге, так и в жизни вообще, необходимо развивать способность задавать правильные – умные вопросы:

1. Вопросы не бездумные и поверхностные, а возникающие в результате глубокого анализа сути проблемы.

2. Вопросы, из которых явственно видна их цель. Мы должны быть предельно честны с самими собой, не скрывая истинных причин, по которым нас интересует ответ.

3. Вопросы, заданные не из лицемерия, а для того, чтобы понять, как мы интерпретировали информацию, прежде чем задали вопрос, другими словами, вопросы, дающие нам возможность по ходу дела скорректировать направление движения.

4. Вопросы, позволяющие нам хладнокровно воспринимать правду о самих себе.

5. Вопросы, позволяющие нам принять реальность, к которой нас приведет ответ, какой бы она ни была.

6. Вопросы, позволяющие нам принимать тот факт, что наше субъективное восприятие мира вытесняется новыми объективными данными.

7. Вопросы, позволяющие нам понять, почему именно они задаются в первую очередь.

8. Вопросы, благодаря которым всплывает ряд деталей, которые мы могли упустить, если бы не спросили об этом [184].

Беседа с нами о важности критического мышления, Чарльз Фолкнер расставил свои приоритеты:

«Я думаю, самыми критичными – в обоих смыслах этого слова – являются вопросы, подвергающие сомнению наши исходные предпосылки, предпосылки о правде и лжи, фактах и домыслах, о возможном и невозможном. Далее следуют вопросы, помогающие развить статистическое мышление. Наконец, на третьем месте вопросы, служащие для проверки логики и последовательности, которые важны, но лишь тогда, когда применяются по отношению к заслуживающим внимания предпосылкам и реальным возможностям».

Торгующие по тренду проявляют жадное любопытство, желая понять, что же происходит на самом деле. Они не боятся задавать вопрос, даже если подозревают, что ответ может им не понравиться. Они не задают вопросов для самоуспокоения, чтобы укрепить мнение, которое у них уже имеется. Они не задают бездумных вопросов и не терпят глупых ответов. Также они готовы задать вопрос и смириться с мыслью, что ответа на него, возможно, не существует.

«Большинство студентов, к сожалению, не задают критичных вопросов. Они обычно плохо информированы, а их вопросы поверхностны, поскольку основаны на чужих, а не на их собственных мыслях. Вместо этого они задают никчемные вопросы вроде: а это будет на контрольной работе? Их вопросы демонстрируют полное нежелание думать. С таким же успехом они могли бы молчать; их мозг словно находится в спящем или отключенном состоянии. Для того чтобы мыслить критично, нам необходимо стимулировать свой интеллект при помощи вопросов, ведущих нас – куда бы вы думали? – конечно, к новым вопросам. Мы хотим устранить негативные последствия традиционной в прошлом зубрежки, которая отрицательно повлияла на нашу манеру обучения. Мы хотим “реанимировать” “неживые” мозги при помощи того, что на сайте www.criticalthinking.org описывается при помощи выражения “вдохнуть в мозг новые мысли” (по аналогии с искусственным дыханием), чтобы вернуть к жизни “отключившийся” мозг» [185].

Мы надеемся, что инвесторы, которые в свое время спрашивали слишком мало и в результате пострадали от своего заученного наизусть заклинания «покупать и держать – это хорошо», наконец задали критичные вопросы и изучили с научной точки зрения все данные, касающиеся своей деятельности.

Теория хаоса: линейность и нелинейность

Теория хаоса утверждает, что мир функционирует не по линейным законам. Происходят неожиданные вещи. Тратить драгоценное время на попытки получить идеальный прогноз – напрасное занятие. Будущее неизвестно, и неважно, насколько научно обоснован ваш фундаментальный прогноз. Мэтьюс Донахью III, автор работы «Introduction to Chaos Theory and Fractal Geometry», затрагивает тему хаотичного, нелинейного мира:

«Мир математики веками существовал в рамках линейных законов. Это значит, что математики и физики упустили из виду тот факт, что динамические системы во многом непредсказуемы и подвижны случайными факторами. В прошлом могло быть понято функционирование только таких систем, которые считались линейными, т. е. систем, развитие которых происходило в соответствии с предсказуемыми сценариями и моделями. Линейные уравнения, линейные функции, линейная алгебра, линейное программирование и линейные ускорители – все эти понятия были освоены и поставлены на службу человечеству. Однако проблема заключается в том, что мир, в котором мы живем, далеко не линейен, наоборот, он должен быть охарактеризован как нелинейный, а следовательно, пропорциональность и линейность в нем можно встретить нечасто. Как может человек действовать в соответствии с нелинейной системой и понимать ее в мире, в котором все описывается категориями простой линейной логики? Этим вопросом задавались математики и другие ученые еще с XIX в.; итогом их размышлений стала новая научно-математическая теория – теория хаоса» [186].

В то время как многим идея о нелинейном мире кажется необычной, для торгующих по тренду это не новость. Их успех объясняется готовностью к неожиданностям. Их не пугает отсутствие линейности, т. е. причинно-следственных связей, поскольку их торговые модели рассчитаны на неожиданные события. Как им это удастся? Торгующие по тренду мыслят статистическими категориями.

Большинство людей этого избегает, даже если это могло бы помочь им преодолеть неопределенность повседневной жизни. Герд Гигеренцер, о котором упоминалось в главе 5, убежден в преимуществе статистического мышления:

«В начале XX в. отец современной научной фантастики, Герберт Джордж Уэллс, рассуждая о политике, сказал: “Если мы хотим получить образованных граждан в современном технологическом обществе, нужно обучить людей трем вещам: чтению, письму и статистическому мышлению”. Насколько нам это удалось к началу XXI в.? В нашем обществе большинство граждан обучаются читать и писать еще в детском возрасте, но никто не учит их статистическому мышлению» [187].

Вот простая иллюстрация статистического мышления. Рассмотрим учебный пример о соотношении рождаемости мальчиков и девочек:

«Есть два родильных дома: в первом ежедневно рождается 120 детей, а во втором только 12. В среднем соотношение количества новорожденных мальчиков и девочек в каждом роддоме 50/50. Но однажды в одном из роддомов родилось в два раза больше девочек, чем мальчиков. В каком из них это более вероятно? Ответ очевиден для хорошего трейдера, но, как показывают исследования, не столь ясен для непрофессионала: вероятность такой ситуации гораздо больше для маленького роддома. Это объясняется тем, что, говоря математическим языком, вероятность случайного отклонения от какой-либо величины (скажем, от среднего значения совокупности) возрастает с увеличением размера выборки».

Какое отношение статистика рождаемости и полового состава новорожденных имеет к следованию тренду? Возьмем двух трейдеров, которые в среднем торгуют с прибылью в 40 % трейдов, при этом их прибыль в 3 раза превышает их потери. Один из них совершил 1 тыс. трейдов, другой – 10. Для кого из них в следующих 10 трейдах выше вероятность того, что лишь 10 % его сделок будут удачными (вместо обычных 40 %)? Такая ситуация более вероятна для трейдера, совершившего 10 трейдов. Почему? Чем больше сделок у трейдера за плечами, тем больше вероятность стремления его доходности к среднему уровню. Чем меньше сделок, тем больше вероятность отклонения от средней величины [188].

Представьте, что ваш друг получил инсайдерскую информацию о движении акций на фондовом рынке и благодаря этому сорвал куш. Он всем об этом рассказывает. На вас это произвело впечатление, и вам кажется, что он, должно быть, действительно хорошо разбирается в трейдинге. Вы были бы не так впечатлены, если бы мыслили статистическими категориями, ведь тогда вы бы поняли, что количество его «выигрышей» крайне мало. Он с таким же успехом мог в следующий раз получить другую инсайдерскую информацию и действовать в соответствии с ней и при этом все потерять. Один такой случай ни о чем не говорит. Выборка слишком мала.

В разнице между этими двумя точками зрения кроется ответ на вопрос, почему выдающиеся трейдеры, торгующие по тренду, из одиночных игроков превратились во владельцев крупных успешных компаний, которые, как правило, работают с более высокой доходностью, чем так называемые зубры Уолл-стрит. Почему финансисты Уолл-стрит спокойно наблюдают за тем, как Джон Генри или Билл Данн завоевывают лидирующие позиции на тех рынках, где они сами могли бы и, наверно, должны были бы доминировать? Причина заключается в чрезмерном увлечении Уолл-стрит

целевыми ориентирами. Уолл-стрит стремится достичь средних показателей доходности, соответствующих основным индексам, в то время как цель торгующих по тренду – максимальная доходность.

Крупные, уважаемые корпорации Уолл-стрит, в отличие от торгующих по тренду, оценивают свой успех исходя из среднерыночных показателей, а не максимизации прибыли. Эти компании рассматривают средние значения и отклонения от них, чтобы определить степень эффективности своей работы. Они так зависимы от иррациональных потребностей своих клиентов, что стратегия следования тренду кажется им неубедительной.

Другими словами, колебания вокруг среднего значения (стандартное отклонение), как правило, используется Уолл-стрит для определения уровня риска (см. главу 3). Компании Уолл-стрит предпочитают последовательность максимизации прибыли, в результате их доходность всегда находится на среднем уровне. Как перестать ориентироваться на средние показатели? Это непросто. На нас значительное влияние оказывает классическая теория финансов, которая практически полностью основана на нормальном распределении. Майкл Мобуссин и Кристен Бартхольдсон разъясняют плачевное состояние дел:

«Нормальное распределение – это базовый принцип теории финансов, включая теорию случайных блужданий, CAPM-модель (модель оценки доходности финансовых активов), VaR-модели (модели рискованной стоимости) и модели опционного ценообразования Блэка – Шоулза. Например, назначение моделей рискованной стоимости (VaR) – оценка с заданной вероятностью максимальных потерь инвестора при том или ином составе портфеля. Хотя существуют различные типы VaR-моделей, в классической версии в качестве меры риска используется стандартное отклонение. Зная нормальное распределение, довольно просто рассчитать стандартное отклонение, а следовательно, уровень риска. Однако если изменения цен происходят не по принципу нормального распределения, измерение риска при помощи стандартного отклонения становится некорректным» [189].

Проблема использования стандартного отклонения в качестве меры риска можно рассмотреть на следующем примере: у двух трейдеров с идентичными показателями стандартного отклонения может быть совершенно разное распределение прибыли. У одного его можно изобразить в виде привычной кривой нормального распределения. У другого же распределение может характеризоваться такими статистическими понятиями, как эксцесс и асимметрия. Другими словами, историческая динамика его доходности далека от нормального распределения.

Прибыль торгующих по тренду не подчиняется и никогда не будет подчиняться принципу нормального распределения. Их трейдинг никогда не будет характеризоваться последовательными, средними по рынку показателями прибыли, квартал за кварталом соответствующими принятым ориентирам. Когда торгующие по тренду побеждают в игре с нулевой суммой и получают гораздо большую прибыль по сравнению с такими игроками, как Barings Bank и Long Term Capital Management, они зарабатывают на тех самых значительных отклонениях (статистических «выбросах»), имеющих место в нашем мире, где не работает принцип нормального распределения. Джерри Паркер из Chesapeake Capital открыто говорит об этом:

«Я бы описал это так: следование тренду на пике рынка приводит к аномальному распределению результатов торгов. И это наше своеобразное конкурентное преимущество: в этих статистических «выбросах». Я не знаю, есть ли у нас норма доходности по определению, но если вы следуете тренду на пике рынка, это приводит именно к такому распределению прибыли, поскольку мир нелинеен» [190].

Жан-Жак Шенье, так же как и Джерри Паркер, считает, что рынки гораздо менее линейны и эффективны, чем полагают аналитики Уолл-стрит. Это происходит потому, что игроки, скажем на валютном рынке, могут участвовать в торгах не только для получения прибыли, но и с целью хеджирования, как это обычно делают центральные банки. Шенье подчеркивает, что в итоге они регулярно терпят убытки:

«Банк Японии осуществит валютную интервенцию для снижения курса иены <...> японский коммерческий банк репатрирует зарубежные активы в иенах лишь для того, чтобы придать достойный вид своему балансу на конец финансового года. Итогом этих действий является повышение ликвидности, но достигнутая таким образом ликвидность неэффективна» [191].

Для корректной оценки следования тренду и лучшего понимания слов Джерри Паркера полезно рассмотреть подробнее статистические понятия асимметрии и эксцесса. Отклонение, согласно определению Ларри Сведро из Buckingham Asset Management, измеряет статистическую вероятность получения более высокой или более низкой прибыли при значительном отклонении распределения от нормального по сравнению с обычно наблюдающимся ее значением при нормальном распределении. Например, при последовательном изменении величины прибыли следующим образом: -30, 5, 10 и 15 %, среднее значение будет равно 0 %. При этом только в одном случае значение прибыли было ниже 0 %, т. е. наблюдался убыток, во всех остальных случаях прибыль превышала 0 %; но это единственное отрицательное значение гораздо сильнее отличается от среднего (0 %), чем положительные. Это называется отрицательной асимметрией. Отрицательная асимметрия наблюдается, когда количество значений, находящихся слева от средней величины по оси абсцисс (т. е. ниже среднего), меньше, но они расположены дальше от среднего, чем значения с правой стороны. Положительная асимметрия имеет место, когда количество значений, находящихся справа от средней величины по оси абсцисс (т. е. выше среднего), меньше, но они расположены дальше от среднего, чем значения с левой стороны [192].

Как вы уже, возможно, догадались, для торгующих по тренду характерна прибыль при положительной асимметрии. Эксцесс, в свою очередь, показывает, насколько часто наблюдаются показатели, значительно отличающиеся от средней величины в большую или меньшую сторону. Если это происходит чаще, чем при нормальном распределении, имеет место высокий коэффициент эксцесса, если реже – то низкий. Высокий коэффициент эксцесса проявляется в значительно отличающихся от среднего показателях, называемых статистическими «выбросами». Выбросы указывают на более высокую долю очень низких и очень высоких значений прибыли, чем это ожидается при нормальном распределении [193].

Марк Рцепчински, президент *John W. Henry and Co.*, излагает точку зрения своей компании:

«Асимметрия может быть положительной и отрицательной и нарушает симметричность распределения. Положительная асимметрия означает, что вероятность получения значительной прибыли больше, чем значительного убытка, отличающегося от среднего уровня на ту же величину. Асимметрия показывает направление неожиданных отклонений. Управление рисками направлено на минимизацию количества неожиданных отрицательных отклонений. “Выбросы”, или экстремальные значения доходности, нехарактерные для нормального распределения, очевидно, окажут влияние на показатель асимметрии. Рыночный спад 1987 г. обычно рассматривается как экстремальный “выброс”. Положительный “выброс” будет способствовать отклонению распределения в положительном направлении. Поскольку методология JWH предусматривает ликвидацию убыточных и сохранение прибыльных позиций, в исторической динамике прослеживается тенденция к преобладанию положительных “выбросов” и более высокой вероятности получения положительных финансовых результатов. Отрицательная асимметрия проявляется в более высокой вероятности существенного отрицательного результата, отличающегося от среднего уровня на ту же величину» [194].

Несмотря на существенную практическую значимость этих показателей, они, как правило, игнорируются. Мало кто подходит к трейдингу со статистической точки зрения. Люди либо не понимают, либо не признают асимметрию, эксцесс и положительную/отрицательную волатильность (см. главу 3). Если вы избегаете использования этих понятий, вы никогда не увидите мир глазами Джона Генри и Билла Данна и не поймете, что он нелинеен.

Наращивание капитала

Джим Роджерс, трейдер, не применяющий в торговле технический анализ, но сделавший состояние на торговле по тренду, отводит наращиванию капитала первое место в списке своих приоритетов:

«Одна из серьезнейших ошибок большинства инвесторов в том, что они убеждены, будто им необходимо постоянно предпринимать какие-либо действия на рынке <...> суть инвестирования в том, чтобы избежать убытков <...> убытки уничтожат вас. Они губительно скажутся на процессе наращивания вашего капитала, а в этом весь фокус инвестирования» [195].

Вы не можете разбогатеть за одну ночь, но при наращивании вашего капитала методом сложного процента у вас по крайней мере есть шанс. Например, если ваша ежегодная трейдерская доходность достигает 50 %, то первоначально вложенная сумма в \$20 тыс. может всего за 7 лет превысить \$616 тыс. Пятьдесят процентов для вас – заоблачная цифра? Проведем те же вычисления для уровня прибыли в 25 %. Другими словами, начисление сложного процента – это важный аспект трейдинга. Вы можете торговать по тренду, зарабатывая 25 % в год, и каждый год полностью тратить всю вашу прибыль. Или же вы можете следовать тренду, как Билл Данн, более 20 лет наращивать ваши 25 % методом сложного процента и разбогатеть.

Ниже приведен пример гипотетического инвестирования \$20 тыс. (табл. 6.1).

Таблица 6.1. Пример наращивания начального капитала в \$20 тыс.

Период	30%	40%	50%
1 год	\$26 897	\$29 642	\$32 641
2 год	\$36 174	\$43 933	\$53 274
3 год	\$48 650	\$65 115	\$86 949
4 год	\$65 429	\$96 509	\$141 909
5 год	\$87 995	\$143 039	\$231 609
6 год	\$118 344	\$212 002	\$378 008
7 год	\$159 160	\$314 214	\$616 944

Наращивать капитал в обществе, нацеленном на немедленное вознаграждение, нелегко. Однако повторяю, что если выдающиеся трейдеры, такие как Данн, Сейкота и Генри, живут и процветают, наращивая капитал, вероятно, мы тоже на это способны.

Основные положения

- Количественное определение риска – ключевой элемент трейдинга. Если вы не можете этого сделать, не вступайте в игру.
 - Чтобы добиться успеха в трейдинге и в жизни, нужно научиться задавать правильные вопросы.
 - Получение прибыли в стратегиях следования тренду происходит в моменты отклонений рыночных показателей от кривой нормального распределения.
 - Ведите себя, как придирчивый критик. Подвергайте сомнению допущения. Проверьте ваши гипотезы. Определите, что является невозможным, а что – непопулярным.
 - Люди ошибочно принимают «регулярные» события за «исключительные». Они думают, что случай «исправит» серию «исключительных» событий. Они видят «исключительное» событие и считают его «регулярным».
 - Люди, как правило, считают события, вероятность которых крайне высока, не вызывающими сомнения, а те, вероятность которых крайне низка, – невозможными.

Глава 7 Святой Грааль

Джесс Ливермор сравнил Уолл-стрит с «гигантским борделем», где брокеры выступают в качестве «сутенеров» и фондовых «проституток», а клиенты выстроились в очередь, чтобы выбросить деньги на ветер.

– «The Economist» [196]

Что для американцев по-настоящему опасно, так это остаться в стороне от процессов фондового рынка. Мы хотим дождаться момента, когда акции будут правильно оценены, и мы считаем, что этот уровень – 36 000. Это не фондовый пузырь. Отнюдь. Фондовый рынок недооценен.

– Джеймс Глассман, журналист, соавтор книги «Dow 36 000» [197]

Единственная большая ошибка трейдеров – это мнение о том, что заниматься трейдингом «просто». Они позволяют ввести себя в заблуждение рекламным объявлениям, обещающим: «Торгуя на бирже, вы разбогатеете», или «...заработаете столько, сколько всегда мечтали», или «...навсегда забудете о ежедневных походах на работу и будете жить на доходы от трейдинга». Уолл-стрит лишь потакает этим настроениям, когда ее аналитики постоянно призывают: «Покупайте!» или почти фанатично восхваляют стратегию «покупай и держи» как единственно правильную.

Ричард Ради в своей книге «Buy and Hold: A Different Perspective» пишет о том, что люди всегда искали простые решения сложных проблем. В ответ на запутанную и часто разочаровывающую нас реальность мы изобретаем некие правила «житейской мудрости», которые используем при принятии решений (эти субъективные правила не имеют никакого отношения к описанным в главе 5). Стоит нам получить доказательство, что наши «житейские правила» имеют хотя бы отдаленное отношение к истине, наше чувство уверенности резко возрастает и наш простейший механизм принятия решений становится обоснованным в наших глазах. Если мы сталкиваемся с каким-либо свидетельством, опровергающим наши «правила», мы быстро находим способ доказать его недействительность. Ради отмечает, что подход среднего инвестора к рынку подтверждает указанную склонность к чрезмерному упрощению во вред самому себе [198].

Эти упрощенческие, иррациональные, дающие чувство уверенности «гарантии безопасности» часто называются «Святым Граалем». Легенды о Граале берут начало в кельтской языческой культуре, но со временем эта тема стала гораздо чаще употребляться в контексте христианства. В Средние века впервые заговорили о том, что Святой Грааль – это чаша, из которой пил Христос на Тайной вечере. Истории о Святом Граале всегда окутаны тайной и содержат в себе намек на некий секрет, который никогда не раскрывается до конца. Хотя сам Грааль, ценность которого невозможно себе даже представить, может быть найден, испить из него сможет лишь святейший из святых, и его никогда, ни при каких обстоятельствах нельзя будет восстановить. Рынки всегда изобиловали «Святыми Граалями» – системами, стратегиями, тайными формулами и интерпретациями фундаментальных факторов, сулящими богатство любому, кто будет торговать в соответствии с ними. В наши дни ничто не изменилось.

Стратегия «покупай и держи»

Когда весной 2000 г. лопнул фондовый пузырь, инвесторы, казалось бы, должны были раз и навсегда убедиться в несостоятельности трейдерской стратегии «покупай и держи». Тем не менее 4 года спустя инвесторы все еще пользуются этой стратегией, поскольку не знают о существовании других альтернатив. Они все еще подвержены воздействию установок вроде «покупай и держи подольше», «покупай в низшей точке цикла», «держись до конца», «никогда не сдавайся». Установки на покупку и удержание активов весьма сомнительны, так как они никогда не дают ответов на ключевые вопросы: «Что и в каком количестве покупать?», «По какой цене покупать?», «Как долго держать?». Джерри Паркер предлагает убедительное логическое обоснование преимущества следования тренду перед стратегией «покупай и держи»:

«Следование тренду подобно демократии. Иногда оно кажется не слишком хорошим, но в любом случае оно лучше всего остального. Сейчас это не так прибыльно, чем было, скажем, в 1970-х или 1980-х гг. И что из этого? Разве у нас есть другой выбор? Мы будем покупать во время рыночных спадов? Или положимся на стратегию “покупай и держи”? “Покупай и надейся” – вот как я это называю. При потере денег мы будем применять стратегию удвоения риска? Мы будем делать то, что делают все вокруг? В конечном итоге люди приходят к пониманию того, что следование тренду эффективно на рынках, где возникают тренды» [199].

Рассмотрим значительное падение индекса NASDAQ в 1973-1974 гг. NASDAQ достиг пиковой точки в декабре 1972 г., после чего его значение резко уменьшилось почти на 60 %, дойдя до минимального значения в сентябре 1974 г. Как мы могли наблюдать, NASDAQ не мог полностью оправиться от последствий «медвежьего» рынка 1973-1974-х гг. вплоть до апреля 1980 г. Стратегия «покупай и держи» ничего не дала инвесторам с декабря 1972 до марта 1980 г. Инвесторы заработали бы больше в этот период, положив деньги на сберегательный счет со ставкой 3 %. История повторилась во время недавнего падения NASDAQ на 77 % в период с 2000 по 2002 г.

Ухудшает ситуацию то, что строгое следование стратегии «покупай и держи» во время продолжительного спада на рынке делает восстановление величины капитала до точки безубыточности очень сложным (если вообще возможным). Ричард Ради объясняет:

«Инвестора, придерживающегося стратегии “покупай и держи”, убедили (вероятно, виной тому – глубокий конфликт интересов в инвестиционной сфере), что если он запасется огромным терпением и выдержкой и будет крепко держаться за свои вложения, то получит хорошую прибыль в долгосрочном периоде. Такие инвесторы твердо верят, что со дня на день возместят большую часть, если не все свои недавние убытки. Они верят, что лучшее место для размещения долгосрочного капитала – это фондовый рынок и что если они подождут 5, 10 или 20 лет, то, несомненно, они будут за это хорошо вознаграждены. Таким инвесторам нужно понимать, что они могут ждать 5, 10 или 20 лет и при этом не получить никакой прибыли и даже потерять деньги» [200].

Усугубляя проблему еще больше, стратегия «покупай и держи» способствует возникновению желания «взять реванш». Инвесторы, потерявшие вложенные деньги, хотят получить их обратно. Они думают: «Я потерял деньги на акциях Sun Microsystems и верну их обратно тоже на акциях Sun Microsystems, чего бы мне это ни стоило». Они не дают себе труда изучить концепцию невозвратимых издержек, равно как и не признают, что стратегия «покупай и держи» обречена на неудачу.

У трейдеров существует старинная притча о рыбалке и реванше. Вы сидите над прорубью и ловите рыбу. Большая рыба срывается с крючка – и вы снова забрасываете удочку. Разве вы намерены поймать именно ту рыбу, которая сорвалась? Конечно нет, вы вновь забрасываете удочку, чтобы поймать просто большую рыбу – неважно, какую. Эд Сейкота всегда говорил, что для того, чтобы поймать больше рыбы, нужно ловить ее там, где она водится. Джонатан Хениг из Capitalistpig Hedge Fund LLC уточняет, как это нужно делать:

«Я трейдер, так как я заинтересован не в том, чтобы владеть акциями ради них

самих, а в том, чтобы получать прибыль. И хотя я действительно торгую, в том числе и акциями (наряду с другими рыночными инструментами), у меня нет слепой веры в то, что курс акций непременно будет выше к тому времени, когда я соберусь отойти от дел. Если история чему-то и учит, так это тому, что нельзя просто пустить все на самотек и надеяться, что все изменится к лучшему и стоимость вашего портфеля возрастет. Вы не можете быть трейдером, когда вы правы, и инвестором – когда ошибаетесь. Это верный путь к проигрышу».

Уоррен Баффет: король стратегии «покупай и держи»

Уоррен Баффет – единственный крупный трейдер – сторонник стратегии «покупай и держи». Подобно сэру Галахад, он нашел свой Святой Грааль, и мы приветствуем его успех. Но подходит ли вам его стратегия? Можете ли вы с ее помощью достичь того же, чего и он? Ниже приведены выдержки из выступлений Уоррена Баффета и Чарльза Мангера (второго человека в Berkshire) на ежегодном собрании акционеров Berkshire Hathaway [201]:

Уоррен Баффет: «Мы понимаем высокие технологии и их пользу для людей. Но мы не понимаем, какой будет экономика через 10 лет, – как можно это предвидеть? Доступно ли это нашему пониманию? Да, мы размышляем об этом, но не приходим ни к каким выводам. Мы скептически отнеслись бы к тому, кто утверждал бы, что знает это. Даже мой друг Билл Гейтс с этим согласился бы».

Чарльз Мангер: «Если вы покупаете актив, потому что он недооценен, вы, следовательно, планируете продать его, когда его стоимость, по вашим расчетам, достигнет справедливого значения. Это непросто. Но если вы приобретаете акции нескольких крупных компаний, вы можете сесть в лужу. Вот такая штука».

Уоррен Баффет: «Мы хотим покупать акции, чтобы держать их вечно».

Уоррен Баффет: «Рассмотрим компанию с рыночной капитализацией \$500 млрд. Чтобы оправдать эту уплаченную за нее стоимость, вам нужно получать доход от этого актива в размере \$50 млрд ежегодно и непрерывно при ставке дисконтирования 10%. Если в какой-то год поступление такой суммы не может быть обеспечено, эта цифра возрастает до \$55 млрд ежегодно, а если упомянутый доход не поступает в течение 3 лет, то до \$66, 5 млрд. Подумайте, много ли компаний сегодня получает прибыль в размере 50, 40 или \$30 млрд. Потребовалось бы достаточно существенное повышение рентабельности, чтобы оправдать уплаченную цену».

Уоррен Баффет: «Существуют компании с рыночной капитализацией, измеряющейся десятками миллиардов долларов, акции которых, однако, не стоят того, чтобы их покупать, и в то же время есть другие компании, акции которых торгуются по цене, составляющей 20–25% от их справедливой стоимости. Со временем эта разница нивелируется. Однако спекулятивный бум на одном рынке не создает эквивалентного дисконта на других. Сегодня мы не встретим компании, торгующиеся за половину своей истинной стоимости. Сорок пять лет назад у меня было множество идей, но не было денег. Теперь у меня много денег, но нет идей по поводу их эффективного приложения».

Как можно игнорировать тренды (восходящие и нисходящие) в динамике цен на акции Microsoft, Cisco и Sun? Если вы следуете тренду, вам не нужно ничего знать о высокотехнологичных компаниях, по трендам акций которых вы торгуете. Ваш метод

трейдинга разработан для следования тренду, поэтому ни прибыль компании, ни стоимость, ни какие-либо иные фундаментальные факторы не влияют на ваши решения. К тому же, когда Баффет говорит: «Мы хотим приобретать акции, чтобы держать их вечно», что он в действительности советует? Ничто не вечно. Даже крупные высокоприбыльные компании могут обанкротиться (Enron, WorldCom, Montgomery Ward, Wangi т. д.). Предположим, инвесторы могли бы точно определять стоимость компаний, что, однако, само по себе не гарантирует прибыльной торговли ее акциями. Цель трейдинга – не стать совладельцем компаний, а заработать деньги.

Баффет теперь торгует деривативами

В интервью корреспонденту журнала «Forbes» Дэвиду Дуксевичу 6 мая 2002 г. Баффет высказался категорически против торговли деривативами:

«Рентабельность торговли на фондовом рынке снизилась», – заявил Баффет, повторяя знакомый рефрен. «У нас больше денег, чем идей», – сказал он, добавив, что в текущей ситуации справедливая доходность находится в пределах от 6 до 7 %. У компании имеется 37 млрд свободных денежных средств для инвестирования. Однако один из видов активов, в которые эти средства точно не будут вложены, – это деривативы. «Нигде нет такого большого простора для искажения цифр, как на рынке деривативов», – заявил он. Чарли Мангер, 78-летний миллиардер и вице-председатель совета директоров компании Баффета, не смог удержаться от поддержки этого высказывания. «Назвать портфель деривативов коллектором для нечистот было бы оскорбительно для канализации» [202].

Шестнадцать дней спустя Баффет заговорил совершенно иначе:

«Berkshire Hathaway выпустила первую ценную бумагу с отрицательным купонным доходом. Двадцать второго мая 2002 г., Омаха, штат Небраска. Berkshire Hathaway Inc. (NYSE: BRK.Аи BRK.В) объявила о размещении на сумму \$400 млн новых ценных бумаг под названием SQUARZ по закрытой подписке среди квалифицированных институциональных инвесторов. «Несмотря на отсутствие прецедентов, ценная бумага с отрицательным купонным доходом оказалась востребована при текущем уровне процентных ставок», – пояснил Уоррен Баффет, председатель совета директоров Berkshire Hathaway. Г-н Баффет добавил: «Я обратился в Goldman Sachs просьбой создать такой инструмент, и они не замедлили с ответом, выпустив новую ценную бумагу, о чем было объявлено сегодня» [203].

Если Баффет был откровенен в интервью 6 мая 2002 г., что заставило его изменить свое мнение две недели спустя и ввести в обращение такой сложный и загадочный инвестиционный инструмент, суть которого не прояснил даже проведенный им пресс-релиз? Еще больше запутывает ситуацию тот факт, что Баффет снова сам себе противоречит в 2003 г., на этот раз выступая против своего же недавно созданного финансового детища:

«Деривативы – это финансовое оружие массового поражения, они таят в себе угрозу, хотя и скрытую сегодня, но потенциально смертельную. Мы рассматриваем их как бомбы с часовым механизмом, опасные как для игроков, торгующих ими, так и для экономики в целом» [204].

Созданная Баффетом легенда о том, что «покупай и держи» является его единственной стратегией, укоренилась в общественном сознании. Когда он продвигает

новую стратегию по торговле деривативами, идущую вразрез с легендой, люди не замечают этого противоречия, а те, кто замечают, не хотят публично выступить с критикой в его адрес.

Неудачники усредняют убытки

В кабинете Пола Тюдора Джонса, крупного известного трейдера, краткий очерк о котором впервые был приведен в «Магах рынка» Джека Швагера, на стене за его спиной висит знаменитая картинка. Это вырванный из блокнота лист бумаги, на котором черным маркером написана простая фраза: «Неудачники усредняют убытки». Мудрость Джонса, очевидно, осталась невостребованной в следующей отрывке, где приведена цитата из авторской колонки Джеймса Глассмена в «Washington Post», посвященной рынку ценных бумаг, в выпуске от 9 декабря 2001 г.:

«Если в вашем портфеле были акции Enron вы не продали их за \$90 и даже за \$10, не отчаивайтесь. Как говорит Альфред Харрисон, финансовый управляющий в Alliance Capital Management Holding LP, владевший значительным количеством акций Enron, “казалось, что эти акции обладали значительным потенциалом дальнейшего роста. Мы покупали их в течение всего периода падения их курса”» [205].

Глассен и Харрисон фатально ошибаются. То, что, по их мнению, является «систематическим усреднением убытков» [206], в действительности представляет собой «систематическое наращивание убытков» на всем протяжении снижения стоимости актива (в приведенном примере – акций Enron). Трейдеры должны не просто отчаиваться, а быть в ужасе, если они систематически наращивают свои убытки. Если вы несете потери, для вас это должно быть сигналом, что что-то не так. Как ни неправдоподобно это звучит для начинающего инвестора, чем дольше длится спад на рынке, тем выше вероятность того, что он продолжится. Падающие рынки никогда не должны казаться вам местом, где можно дешево купить.

Харрисон нарушил важнейшее правило трейдинга. В мире трейдинга, где господствует закон нулевой суммы, нисходящий тренд нельзя рассматривать как возможность для покупки; это возможность для продажи, самый подходящий момент для перехода в короткую позицию. Хуже того, будучи действующим финансовым управляющим, он возвел усреднение убытков в ранг стратегии. В довершение всего Глассен добавляет:

«Мог ли типичный мелкий инвестор год назад догадаться, что Enron была на грани краха? Это весьма маловероятно. И все же, если бы вы правильно оценивали ситуацию, вы бы никогда не сформировали большую часть своего портфеля из акций Enron» [207].

Действительно, существовала возможность выявить проблемы Enron. Если цена акции падает с \$90 до \$0, 50 – это достаточно ясно говорит о том, что компания находится на грани краха. Джесс Ливермор почти 80 лет назад объяснил, как предотвращать потери:

«Я предостерег вас от усреднения убытков. Это очень широко распространенная практика. Огромное количество людей, купив акцию, скажем, за \$50 и два-три дня спустя увидев, что ее цена снизилась до \$47, немедленно спешат прибегнуть к усреднению на падении, покупая еще сотню акций и снизив, таким образом, среднюю стоимость приобретения всех акций до \$48, 5. Какой смысл, купив сто акций по \$50 и

беспокоясь о том, что их цена снизилась на три пункта, докупать еще 100 акций и переживать вдвойне, когда их цена дойдет до \$44? В этом случае убыток составит \$600 на первые сто акций и \$300 на вторые 100 акций. Если кто-то вознамерился следовать этому порочному принципу, он должен продолжать усреднять, купив 200 акций по \$44, затем 400 по \$41, 800 по \$38, 1600 по \$35, 3200 по \$32, 6400 по \$29 и т. д. Многим ли игрокам это под силу? Итак, рискуя повториться и показаться занудным, еще раз предостерегаю вас от усреднения при падении цены».

Великие финансовые империи некоторых трейдеров были разрушены из-за усреднения убытков. Джулиан Робертсон возглавлял один из крупнейших и наиболее прибыльных в истории фондов хеджирования. Однако его ждал печальный конец. Тридцатого марта 2002 г. CNNобнародовала отрывок из письма Джулиана Робертсона, адресованного инвесторам Tiger, в котором он объяснял проблемы фонда массовым обналичиванием клиентами своих инвестиционных счетов на волне паники, вызванной обвалом акций интернет-компаний:

«Как я не раз говорил, секрет многолетнего успеха Tiger заключался в твердом следовании правилу покупать лучшие акции и избавляться от худших. При рациональном поведении экономических агентов эта стратегия эффективна. Однако в условиях иррациональной рыночной среды, когда соображения прибыли и цены отходят на задний план перед импульсивными решениями, принимаемыми одним щелчком “мыши”, такая логика, как мы могли убедиться, немногого стоит. Результатом отмирания стратегии инвестирования в недооцененные активы и отзыва инвесторами своих средств стал отток финансовых средств, тяжело переносимый всеми нами. И нет никаких признаков нормализации ситуации в ближайшем будущем» [208].

История Tigernaпоминает древнегреческую трагедию, в которой главный герой становится жертвой своей гордыни. Началом конца для Tigerстал спад 1998 г., когда крайне неудачная игра на курсе доллара к иене стоила фонду миллиарды долларов. Один из бывших сотрудников Tigerзаметил: «Речь идет об определенной гордыне, когда ваша позиция настолько крупная, что вы просто обязаны быть правы и не можете ликвидировать ее, когда ошибаетесь. Джулиан никогда бы так не поступил, когда был моложе. Это нельзя назвать хорошим анализом соотношения риска и доходности» [209].

Проблема Tigerзаключалась в шаткой концепции компании: «Наша задача – выявить 200 лучших в мире компаний и инвестировать в них, а также выявить 200 худших компаний и не приобретать их ценные бумаги. Если же доходность по 200 лучшим оказывается ниже, чем по 200 худшим, вам, вероятно, стоит найти другое приложение своим способностям» (Джулиан Робертсон).

Сбор и отсеивание огромного количества информации были сильной стороной Робертсона. По словам одного из его партнеров, «он может взглянуть на длинный список показателей финансовой отчетности, которую он видит впервые, и сказать: “Вот здесь неверное значение”, и окажется, что он был прав». Хотя такой талант впечатляет, способность к чтению и критической оценке балансовых отчетов не обязательно подразумевает знание того, когда и сколько покупать или продавать, как указывает Ричард Дончиан (см. главу 2).

Обвал и паника: планы управления пенсионными средствами

Что общего между Джулианом Робертсоном, концепцией «неудачники усредняют убытки» и обвалом акций доткомов? Рынок акций доткомов ничем не отличается от рынков тюльпанов, чая или земли. В 1720 г., когда знаменитый «пузырь южных морей» был раздут до предела, даже величайший гений своего времени сэр Исаак Ньютон поддался всеобщему ажиотажу. Инвестируя так, словно его гениальность в науке распространялась и на управление финансами, Ньютон в конечном итоге потерял 20 тыс. фунтов.

В то время как сами пузыри, как правило, являются краткосрочными явлениями в экономической жизни, последствия их гораздо чаще сохраняются в долгосрочном периоде и проявляются в глубоких рыночных спадах и вмешательстве государства, которое часто лишь усугубляет проблему. Все фондовые пузыри, которые лопались на протяжении последних 400 лет, приводили к рецессии, длившейся целое десятилетие или даже дольше. Чему нас учат фондовые пузыри? «Человеческая натура продолжает оставаться такой же, какой была всегда и какой, вероятно, всегда останется» [210].

Сегодня инвесторам недостаточно просто доверяться чьему-либо мнению при принятии финансовых решений или просматривать раз в квартал выписку со своего счета в пенсионном фонде. Они больше не могут успокаивать себя тем, что до пенсии еще далеко и что их похудевшие сбережения успеют вновь восстановиться. Взгляните на динамику японского фондового индекса Nikkei 225 (график 7.1).



График 7.1. График недельной динамики индекса Nikkei 225 в период с 1985 по 2003 г. (Источник: Barchart.com)

Индекс почти достиг отметки 40 тыс. в начале 1990-х гг. Сегодня, 13 лет спустя, он колеблется в области 10 тыс. Как, по-вашему, японские инвесторы все еще верят в стратегию «покупай и держи»? Другой пример представляют собой «горячие» акции высокотехнологичных компаний в 1968 г. (табл. 7.1). Таблица 7.1. Акции высокотехнологичных компаний в 1968 г.

Компания	Пик 1968 г.	Низшая точка в 1970 г.	Снижение курса, %	Значение P/E во время пика
<i>Fairchild Camera</i>	102,00	18,00	-82	443
<i>Teledyne</i>	72,00	13,00	-82	42
<i>Control Data</i>	163,00	28,00	-83	54
<i>Mohawk Data</i>	111,00	18,00	-84	285
<i>Electronic Data</i>	162,00	24,00	-85	352
<i>Optical Scanning</i>	146,00	16,00	-89	200
<i>Itek</i>	172,00	17,00	-90	71
<i>University Com- puting</i>	186,00	13,00	-93	118

Не имеет значения, о каком годе идет речь. Взлеты и падения рынка возникают и исчезают. К несчастью для инвесторов, авторы финансовых обзоров часто слишком торопятся использовать хорошие метафоры для плохих прогнозов, которые лишь делают задачу управления пенсионными средствами еще более запутанной: «Итак, теперь, когда ценные бумаги в составе вашего инвестиционного портфеля превратились в макулатуру, а система социальных гарантий ничего вам не гарантирует, вас мучают кошмары о том, как, выйдя на пенсию, вы будете искать в супермаркетах специальные скидки или что вы не сможете выйти на пенсию еще в течение лет шести после собственной смерти. Времена “бычьего” рынка позади, и не станет ли теперь приближающийся выход на пенсию послевоенного поколения, родившегося во времена бэби-бума, причиной экономического спада? <...> Если вы много работаете, откладываете сбережения и ваши взгляды на будущее достаточно реалистичны, вам, скорее всего, все же удастся выйти на пенсию и не придется продолжать трудиться до конца своих дней. Девять процентов доходности по акциям, возможно, не так хороши, как 20 %, к которым вы привыкли. Но это не так уж и плохо» (Алан Слоан) [211].

Алан Слоан выражается без обиняков. Однако утверждение, что начисление сложного процента при ставке 9 % не так уж плохо в сравнении с 20 %, опровергается простейшими математическими вычислениями. Представьте себе две инвестиции сроком на 25 лет на сумму \$1 тыс. каждая. Доходность на первое капиталовложение составляет 9 % ежегодно, на второе – 20 % ежегодно. Тогда:

- \$1 тыс. при ставке сложного процента 9 % через 25 лет превратится в \$8, 6 тыс.;
- \$1 тыс. при ставке сложного процента 20 % через 25 лет принесет \$95 тыс.

Вот два примера печальных результатов, к которым приводит отсутствие плана наращивания капитала и использование единственной стратегии – «покупай и держи»:

- «Что вы будете делать, если, достигнув пенсионного возраста, обнаружите, что ваших пенсионных накоплений недостаточно для безбедной жизни? Продолжите работать» (Джон Розер, директор по корпоративной политике AARP).
- «Всю свою жизнь я много работал и был сознательным гражданином и не ожидал, что сейчас мой выход на пенсию окажется под угрозой» (Гейл Хоувей, 62 года, работает в некоммерческой организации на Гавайях).

Никто не хочет, чтобы Гейл стал нищим. С другой стороны, согласны ли мы жить в обществе, где ошибки одних людей при содействии государства оплачиваются другими людьми, которые этих ошибок не совершали? Не нужно искусственно делать жизнь справедливой, когда она в действительности таковой не является. Прекрасно, что мы приумножаем наши доходы от трейдинга методом сложного процента, но нет ничего прекрасного в том, что государство приумножает глупость. Даже лучшие и наиболее высокооплачиваемые профессионалы, занимающиеся управлением пенсионными капиталами, применяли стратегию «покупай и держи»:
«Все крупные инвесторы в стране вложили значительные суммы в WorldCom. Это была одна из крупнейших корпораций в Америке» (финансовый контролер штата Нью-Йорк) [212].

Каков был их план? Он ничем не отличался от пенсионных планов государственных фондов штатов Мичиган, Флорида и Калифорния, которые также потеряли средства, вложенные в WorldCom:

- Нереализованный убыток пенсионного фонда штата Мичиган (www.michigan.gov/ors) от обесценения акций WorldCom составил около \$116 млн.
- Нереализованный убыток пенсионного фонда штата Флорида от обесценения акций WorldCom составил около \$90 млн.
- Нереализованный убыток пенсионной системы государственных служащих штата Калифорния (CalPERS) (www.calpers.ca.gov) от обесценения акций WorldCom составил около \$565 млн.

Вот что говорит Роберт Легетт из пенсионных систем штата Кентукки о принадлежащих его фонду акциях WorldCom на сумму \$8,4 млн, стоимость которых сегодня составляет лишь около \$492 тыс.: «Фактически, пока ты их не продал, ты ничего не потерял».

Спасибо, Боб. Отличный у тебя план. Однако, цитируя Эда Сейкоту, каждый ведь, в конце концов, получает то, чего хочет:

«Лучше всего судить о намерении можно по конечному результату» [213].

Уолл-стрит: мозговой паралич

В 2000 г. аналитиками брокерских компаний было опубликовано 28 тысяч рекомендаций. В начале октября 2000 г. в 99,1 % этих рекомендаций по операциям с акциями американских компаний содержались такие советы, как «вне всякого сомнения, покупать», «покупать» или «держат». Лишь в 0,9 % случаев аналитики призывали продавать. Общество, руководствуясь при принятии решений этими аналитическими рекомендациями, продемонстрировало сознательное нежелание думать самостоятельно.

Недавнее исследование, проведенное Кентом Уомаком из Дартмутского колледжа, показало, что аналитики брокерских фирм часто упоминают в своих обзорах и рекомендуют те компании, которые недавно начала представлять на рынке их собственная фирма. В ходе исследования также было обнаружено, что акции, рекомендуемые к покупке аналитиками, демонстрируют «худшую» динамику, чем те, которые посоветовали приобрести неаффилированные брокеры, причем это наблюдается до, одновременно и после даты рекомендации.

Однако многие, очевидно, игнорируют эти данные. Аналитики выступают по

телевидению, а зрители смотрят эти передачи и думают: «Она рассуждает разумно; она работает в JP Morgan или Morgan Stanley и использует кучу финансовых терминов, которые мне незнакомы, поэтому она, наверно, знает что-то, чего не знаю я». Это не так. Тот факт, что столько аналитиков советовали покупать вам так много акций в разгар раздувания доткомовского пузыря и при этом фатально ошибались, должен постоянно напоминать о том, что взгляды аналитиков – не истина в последней инстанции. В довершение всего динамика показателей доходности большинства советчиков с Уолл-стрит тесно коррелирует с текущей динамикой рынка, что бы они там ни говорили. Так кого вы слушаете?

Несмотря на то что никогда не существовало разумных причин для того, чтобы прислушиваться к мнению этих аналитиков, многие люди, тем не менее, это делали и негодовали, когда их советы были губительны. Было время, когда аналитик Джек Грабмен стал любимым «мальчиком для битья» для инвесторов, не желавших самостоятельно нести ответственность за свои потери.

- «Я испытываю приступ тошноты всякий раз, когда мой брокер упоминает о Грабмене».
- «Каждый раз, когда я к ним обращался на протяжении последних нескольких лет, они говорили: “Грабмен рекомендует покупать WorldCom, ”или “Грабмен видит по-настоящему значительный потенциал в Global Crossing”. В результате у меня сейчас куча этой макулатуры».
- «Сегодня, когда речь заходит об инвестиционном анализе, нужно дважды подумать, заслуживают ли доверия самые высококотирующиеся рекомендации и рейтинги акций, предлагаемые теми, кто зарабатывает \$20 млн в год».
- «Грабмену следовало предупредить инвесторов, что этот пузырь века неизбежно должен был лопнуть. В конце концов, ведь он был величайшим аналитиком отрасли».
- «Хотя несправедливо обвинять во всем исключительно Джека Грабмена, в данной ситуации вклад одного человека в произошедшую катастрофу так велик, что его невозможно обойти вниманием».
- «В конце 1990-х гг. акции телекоммуникационных компаний переживали невиданный бум. Новые фирмы впервые выходили на фондовый рынок, старые демонстрировали впечатляющий рост капитализации, а Грабмен даже не заикнулся о том, что это была лишь видимость».

Неужели кто-то и вправду считает, что Джек Грабмен знал о том, что фондовый пузырь доткомов вот-вот лопнет? Мы не защищаем Грабмена, но если инвесторы поставили свои многолетние сбережения в зависимость от мнения одного человека, они были просто обречены на проблемы независимо от того, как развивался бы фондовый рынок. Если происходит обвал курса акции или крах целого сектора экономики, кто должен был их об этом предупредить? Никого насильно не заставляли прислушиваться к мнению Джека Грабмена. Каждый, кто «держал» акции Global Crossing или WorldCom на протяжении всего периода падения их курса, должен винить в этом только самого себя.

И все же люди до сих пор неохотно берут на себя ответственность за собственные решения. Даже потеряв за последние несколько лет больше половины

инвестированных средств, они охотно принимают предложения, вроде приведенного ниже, которое опубликовала брокерская компания, публично уличенная в нечестных действиях [214] :

« *Merrill Lynch* сердечно приглашает вас на обучающий семинар. Планируемые темы для обсуждения:

- Прогноз развития фондового рынка компании *Merrill Lynch* на 2002 г.
 - Когда окончится экономический спад?
 - Как мне действовать сейчас?
- Каковы причины установления благоприятной ситуации на фондовом рынке?
- Нынешний “медвежий” рынок в сравнении с прошлыми аналогичными периодами».

Если прогнозы *Merrill* были бесполезными на протяжении последних 5 лет, почему они считают, что кто-то поверит их прогнозу на 2002 г.? *Merrill Lynch* и другие брокерские компании выплатили 1,4 млрд в порядке урегулирования убытков инвесторов. Что же вас побуждает доверять им сейчас?

Заключительные размышления

Существует ли вероятность возникновения нового фондового пузыря NASDAQ в ближайшее время? Никто не знает. Единственное, что вы можете сделать, – это следовать восходящим и нисходящим трендам, руководствуясь четким сводом правил.

Если вы смотрите CNBC, чтобы получить прогноз изменения тренда, то, выражаясь словами песни, – «у тебя проблемы, Кейси Джонс»:

Проблемы твои – проблемы мои,
Открыты глаза, но не видишь ты
Ты сходишь с ума, конец впереди,
Кричит кочегар, а мотор лишь блестит...

(«Благодарный мертвец») [215] После того как, испробовав множество ошибочных торговых стратегий, трейдеры, как и Кейси Джонс, все же «не видят» верного пути, возможно, имеет смысл использовать стратегию следования тренду. В следующей главе рассматриваются причины эффективности этой торговой системы.

Основные положения • Посмотрите сценку «Пародия на брокера» («*Broker Parody*») из телешоу «*Saturday Night Live*» на www.turtletrader.com/snl.html

- Финансисты Уолл-стрит изо всех сил стараются, чтобы то, чем они занимаются, казалось сложным и требующим глубокого анализа, в то время как это не более чем покупка и удержание активов.
- Зачем вам следовать стратегии «покупай и держи», когда наиболее успешные игроки ею не пользуются?
- Прекратите ваши поиски «недооцененных активов». Даже если вы их найдете, это еще не гарантирует вам получения прибыли.
- Стратегия «покупай и держи» как лучший способ управления пенсионными средствами – это обман.
- Использование инсайдерской информации о движении курсов акций на фондовом рынке неэффективно. Эти сведения неполны. Они лишь помогают вам выбрать удачный момент для покупки, но не отвечают на вопрос: когда продавать?
- Чарли Райт, председатель совета директоров *Fall River Capital, LLC*, рассказывает:

«Я долго не осознавал, что никто по-настоящему не понимает, почему на рынке происходят те или иные события и какова будет его дальнейшая динамика. Я уйму времени провел на семинарах, где докладчик создавал впечатление, что ему известен некий секретный способ предвидения движения рынка. Либо они заблуждались сами, либо пытались надуть нас. Большинство последователей волновой теории Эллиотта, специалистов в области деловых циклов и трейдеров, применяющих в торговле ряд Фибоначчи, пытаются спрогнозировать, когда на рынке начнется движение, причем предположительно в направлении, которое они также заранее предсказали. Лично я никогда не мог понять, как узнать, когда рынок начнет расти или падать. И знаете что? Когда я пытался строить прогнозы, я, как правило, ошибался и неизменно пропускал крупный тренд, который ожидал, поскольку, по моим расчетам, время для его возникновения еще не настало. И лишь когда я наконец пришел к выводу, что никогда не сумею предвидеть, когда на рынке возникнет та или иная тенденция, я стал более успешным трейдером. Мое разочарование в собственных способностях существенно уменьшилось, и я прекрасно себя чувствовал, понимая, что неумение спрогнозировать или понять динамику рынка – нормальное явление».

Часть III

Глава 8 Торговые системы

Если вы ничем не рискуете, вы рискуете еще больше.

– Эрика Джонг

Неважно, какие математические методы вы используете, в конечном итоге вы оцениваете волатильность по своим ощущениям.

– Эд Сейкота [216]

Торгующие по тренду восприняли философские взгляды, процитированные выше, и компактно выразили их в формулах, которыми они ежедневно руководствуются при принятии решений. Эти формулы в совокупности и представляют собой то, что обычно называют торговыми системами. Существует бесчисленное множество разнообразных типов торговых систем. Однако большинство систем следования тренду схожи между собой, поскольку предназначены для отслеживания одних и тех же трендов.

В отличие от так называемых Святых Граалей, таких как стратегия «покупай и держи» или субъективные фундаментальные факторы, торговые системы должны опираться на количественно выраженные правила, которым вы следуете при принятии решений. Билл Данн, например, говорит своим клиентам, что в его торговую систему «заложено такой уровень риска, что вероятность понести потери в размере

20 % в месяц и более равна 1 %» [217] . Вот что мы подразумеваем под количественно выраженными правилами. Вот как это делают профессионалы. Эта глава познакомит вас с понятиями, необходимыми для создания торговой системы трейдера, следующего тренду.

Риск, доходность и неопределенность

Торгующие по тренду понимают, что жизнь – это нахождение равновесия между риском и доходностью. Если вам нужна высокая доходность, вы должны согласиться на высокий уровень риска. Если вас устраивает средний доход и средний уровень жизни, вам подходит средний уровень риска.

Чарльз Сэнфорд, экс-председатель совета директоров Bankers Trust Corporation, много лет назад в официальной речи на вручении дипломов высказал мысль, которая в наши дни актуальна как никогда:

«С раннего детства семья, школа и практически все сколько-нибудь значимые общественные институты внушают нам, что риска следует избегать. Рисковать нежелательно; безопасность превыше всего – совет, который мы привыкли слышать от других и давать сами. В обществе принято одностороннее восприятие риска, т. е. признается лишь его отрицательная сторона. По моему опыту – а все, что я осмелюсь вам сегодня порекомендовать, – это результат наблюдений, основанных на моем личном опыте, который едва ли можно считать лишь мудростью прожитых лет, – так вот, по моему опыту, этот общепринятый взгляд на риск близорук, а часто просто ошибочен. По моим давним наблюдениям, успешные люди понимают, что риск, если правильно к нему относиться, часто способен принести значительную выгоду и не стоит его избегать. Они хорошо понимают, что риск – это скорее преимущество, которое можно использовать, нежели ловушка, от которой следует держаться подальше. Такие люди осознают, что принятие заранее просчитанного уровня риска имеет очень мало общего с безрассудством. Это не просто нетрадиционный, а парадоксальный взгляд на риск – один из нескольких парадоксов, о которых я сегодня собираюсь рассказать. Тот, о котором я упомянул только что, в двух словах можно выразить следующим образом: осторожность опасна. Гораздо чаще, чем вы можете предположить, именно нежелание рисковать оказывается по-настоящему рискованным» [218] .

Жизнь полна риска. От этого никуда не деться. Как бы мы ни пытались держать свою жизнь под контролем, иногда нам это не удается. Следовательно, нам нужно смириться с тем, что жизнь – это игра в рулетку. Если жизнь – в той или иной степени игра в рулетку, то мы должны довольствоваться оценкой наших шансов в условиях риска. Мы вынуждены действовать в условиях неопределенности, которая всегда сопряжена с риском, особенно когда речь идет о трейдинге и деньгах.

В жизни невозможно избежать ситуаций, когда необходимо сделать выбор, а выбор всегда подразумевает риск. Хранить деньги под матрасом – не лучший вариант. Купить дом? Дом может сгореть или рынок недвижимости – обрушиться. Вложить средства в собственный бизнес? Если бизнес прогорит, вы потеряете одновременно работу и свои сбережения. Доверить деньги ПИФу? Молитесь, чтобы бессмысленное заклинание «покупай и держи» эффективно работало на вас и вам не пришлось бы столкнуться с последствиями «медвежьего» рынка, когда придет время выходить на

пенсию.

Как следует действовать в условиях всего этого риска? Прежде всего нужно смириться с тем, что рынки не функционируют по принципу «обслуживание в порядке очереди». Они по достоинству вознаграждают тех, кто обладает смекалкой, интуицией и решимостью найти возможности для себя там, где другие их проглядели; способностью преуспеть там, где другие потерпели неудачу.

Подумайте о своих финансах с позиции делового человека. Каждый предприниматель, так или иначе, оценивает свои риски. Вкладываться капитал в дело, рассчитывая его приумножить, – это в порядке вещей. В этом смысле каждый бизнес похож на любой другой. Правильные решения ведут к богатству и успеху; неправильные – к банкротству. Вот некоторые вопросы, ответы на которые должны содержаться в хорошем бизнес-плане:

- Какие возможности имеются для нас в этой рыночной нише?
- Какие потребности рынка мы можем удовлетворить?
- Насколько велики наши возможности?
- Как мы будем зарабатывать деньги?
- Как мы выйдем на рынок и будем там продавать свой продукт?
- Кто наши конкуренты?
- Чем мы лучше их?
- Как мы организуем наш бизнес-процесс и будем им управлять?
- В чем заключаются наши риски?
- Почему нас должен ждать успех?

На эти же самые вопросы необходимо ответить для создания хорошей торговой системы. Их одинаково важно решить для оценки как рисков в бизнесе, так и ваших перспектив в трейдинге.

Как уже упоминалось, уровень риска, на который мы идем в жизни, напрямую зависит от того, чего мы хотим достичь. Если вы хотите жить ярко и независимо, нужно и действовать так же. Если же ваши цели скромны и ограничены, достичь их можно легко и вы меньше рискуете потерпеть неудачу, однако при этом больше риск остаться неудовлетворенным, когда вы их осуществите. Одна из печальнейших картин на свете – это человек, который рождается с желанием жить, но, не желая рисковать, покоряется страху и живет лишь наполовину. Такому человеку еще хуже, чем тому, кто пытался и потерпел неудачу, или тому, кто с самого начала ничего не хотел. Посредственность сама себе выносит приговор. Присказка «а что, если?» – это похоронный марш.

Если вы займетесь изучением риска, вы узнаете, что существуют две его разновидности: слепой, или безрассудный, и обдуманый, точно просчитанный риск. Первый из них, слепой риск, сомнителен. Это визитная карточка лени, иррациональных ожиданий, надежды получить что-нибудь на дармовщинку, холодная гримаса судьбы. Слепой риск – это бессмысленная игра наудачу, эмоциональный порыв, развлечение для новичков. Тот, кто идет на слепой, необдуманый риск, демонстрирует столько же ума и мудрости, сколько пьяный пешеход, выходящий на проезжую часть. В то же время благодаря просчитанному риску родились состояния, государства и империи. Просчитанный риск и широкий, смелый взгляд на мир идут

рука об руку. Использование умственных способностей, видение возникающих возможностей, нахождение логичных решений, а затем уверенное и мощное продвижение вперед – вот что возвышает человека над животными. Просчитанный риск лежит в основе каждого великого достижения с начала времен. Торгующие по тренду процветают благодаря просчитанному риску.

Торгующих по тренду не беспокоит, как будет развиваться ситуация на рынке завтра. Они не утруждают себя изучением прогнозов, фундаментальных факторов и научно-технических достижений. Они не могут ни изменить прошлое, ни предвидеть будущее. Означает ли падение индекса NASDAQ на 60 %, что «медвежий» рынок наконец исчерпал себя? Кто знает...

Большинство трейдеров сосредоточились исключительно на том, как войти на рынок и выйти с него. От многих из них можно услышать что-то вроде: «Слушай, я нашел верный способ разбогатеть на рынке, ведь моя торговая система оказывается права в 80 % случаев. Она ошибается лишь в 20 % случаев». Этим людям нужно остановиться на секунду и задуматься: «А что означает 80 % случаев?» Если в 80 % всех ваших торгов вы зарабатываете не слишком много, а в 20 % торгов много теряете, ваши убытки могут существенно превысить вашу прибыль, даже несмотря на то, что вы правы в 80 % случаев. Необходимо учитывать величину прибылей и убытков.

Например, сумма выигрыша в лотерею часто может составлять сотни миллионов долларов и более. И чем больше потенциальный куш, тем больше людей приобретают все больше лотерейных билетов, охваченные «покупательной лихорадкой». Но когда они приобретают больше билетов, их шансы на удачу не возрастают хоть сколько-нибудь пропорциональным образом. Выше вероятность, что во владельца билетов на его пути домой из ближайшего супермаркета ударит молния.

Шансы выиграть в California Super Lotto Jackpot составляют 1 к 18 млн. Человек, покупающий каждую неделю 50 лотерейных билетов, в среднем будет выигрывать каждые 5 тыс. лет. Возьмем автомобиль, в среднем потребляющий 1 галлон газа на 25 миль. Если бы каждый раз одновременно с покупкой лотерейного билета покупался бы галлон газа, всего газа, купленного за это время, хватило бы, чтобы 750 раз слетать до Луны и обратно, прежде чем «джекпот» будет выигран. Если вы знаете, что шансы не в вашу пользу, стоит ли вступать в игру?

Если по расчетам вашей трейдерской системы вероятность получить прибыль в торгах у вас будет равна 1 к 30 тыс., т. е. примерно та же, что и попасть под удар молнии, вряд ли у вас возникнет желание рискнуть в этих торгах всеми своими деньгами. Когда вы торгуете, вам необходимо знать математическое ожидание соотношения ваших прибылей и убытков, или ваше «конкурентное преимущество».

Рассмотрим, например, игру в орлянку: «Представим себе ненадолго игру в орлянку с симметричной монетой. Предположим, нам предложили поставить на то, что при следующем броске монеты выпадет “орел”, и платеж в случае нашего выигрыша будет равен нашей ставке (мы получаем \$1 прибыли в дополнение к каждому доллару, поставленному на кон). Наше математическое ожидание в этом примере будет следующим:

$$0,5 \times 1 + 0,5 \times (-1) = 0.$$

Математическое ожидание любого выигрыша в игре рассчитывается путем

умножения каждого возможного значения прибыли или убытка на их вероятность и затем сложения полученных произведений. В приведенном примере мы не ожидаем никакого выигрыша от этой игры. Такая ситуация известна, как “честная игра”, в которой ни один игрок не имеет преимущества перед другими. Теперь предположим, что платеж в случае выигрыша возрос до $3/2$ от денег, поставленных на кон, т. е. \$1, 5 на каждый доллар нашей ставки. Значение нашего математического ожидания изменится следующим образом:

$$0,5 \times 1,5 + 0,5 \times (-1) = + 0,25.$$

Сто раундов игры на таких условиях дадут нам математическое ожидание, равное 25» [219].

Это вид конкурентного преимущества, которое развивают и оттачивают такие трейдеры, как Джон Генри. Это называется положительным математическим ожиданием. Вы можете задать вопрос: «Если все знают о математическом ожидании, как же я сумею получить конкурентное преимущество?»

Чтобы найти ответ на этот вопрос, вспомните сцену из кинофильма «Игры разума» («A Beautiful Mind») об истории жизни математика Джона Нэша. Нэш со своими друзьями-математиками сидит в баре, когда туда заходят привлекательная блондинка и четыре брюнетки. Оценив девушек, Нэш и его друзья решают бороться за благосклонность блондинки. Однако у Нэша имеются сомнения на этот счет, он резонно замечает, что, если все будут добиваться одной и той же женщины, они лишь потеряются на фоне друг друга. Хуже того, они оскорбят остальных женщин. Единственный способ для каждого из них добиться успеха – это игнорировать блондинку и сосредоточиться на брюнетках. Эта сцена является яркой иллюстрацией «равновесия по Нэшу», наиболее значительного вклада ученого в теорию игр. Нэш показал, что в любой конкурентной ситуации, будь то война, шахматы и даже знакомства в баре, если участники действуют рационально и знают, что так же будут действовать и их соперники, существует единственная оптимальная стратегия. Эта теория принесла Нэшу Нобелевскую премию по экономике и изменила наш взгляд на конкуренцию как в играх, так и в реальной жизни. Единственная загвоздка заключается в том, что люди не ведут себя рационально [220].

Конкурентное преимущество, которое торгующие по тренду используют, чтобы выиграть, является следствием отсутствия рациональности у большинства других игроков. Если бы все вели себя рационально, то преимуществ не существовало бы и стратегии следования тренду в самом деле наконец понадобился бы некролог.

Пять вопросов к торговой системе

Ответьте на эти пять вопросов – и вы получите ключевые составляющие торговой системы для следования тренду. Вы – на пути к завоеванию вашего конкурентного преимущества:

1. Как система будет определять, на каком рынке осуществлять покупки или продажи в тот или иной момент времени?

2. Как система будет определять, какое количество актива покупать или продавать в тот или иной момент времени?

3. Как система будет определять, в какой момент времени нужно осуществлять

покупку или продажу?

4. Как система будет определять, когда вам следует закрывать убыточную позицию?

5. Как система будет определять, когда вам следует закрывать прибыльную позицию?

Хотя перечисленные пять вопросов лежат в основе следования тренду, ваше отношение к ним не должно быть менее критическим. Занимаясь математическими расчетами, не забывайте о том, что вы прочли в главах, посвященных человеческому поведению и принятию решений. Спросите себя:

«Чего вы на самом деле хотите? Для чего вы занимаетесь трейдингом? Каковы ваши сильные и слабые стороны? Привносите ли в трейдинг какие-либо эмоции? Насколько вы дисциплинированы? Легко ли вас убедить? Насколько вы уверены в себе? Насколько вы доверяете своей системе? До какой степени вы способны выдерживать напряжение?» (Джейсон Рассел).

Когда мы обсуждали следование тренду с Эдом Сейкотой и Чарльзом Фолкнером, оба они одинаково ответили на следующие непростые вопросы:

- Каков мой характер и насколько хорошо я подхожу для трейдинга?
- Сколько денег я хочу заработать?
- Сколько усилий я готов приложить для достижения своей цели?
- Каков мой опыт инвестирования/трейдинга (если он вообще имеется)?
- Какими ресурсами я обладаю?
- Каковы мои сильные и слабые стороны?

Заранее знать ответы на эти вопросы очень полезно, они пригодятся вам, когда вы будете находиться в разгаре игры с нулевой суммой под воздействием адреналина.

На каком рынке осуществлять покупки или продажи в тот или иной момент времени?

Одно из первых принимаемых трейдером решений касается выбора актива, которым он будет торговать. Это будут ценные бумаги? Валюта? Фьючерсы или биржевые товары? Какие рынки вы предпочтете? В то время как одни могут сосредоточиться на ограниченном наборе активов, обращающихся на одном рынке, таких как валюта или облигации, другие могут сформировать более широко диверсифицированный портфель, включающий активы различных рынков. Например, в состав текущего портфеля WMA (World Monetary Assets) Билла Данна входят следующие активы (табл. 8.1).

Таблица 8.1. Состав портфеля Билла Данна World Monetary Assets Portfolio

Актив	Биржа, на которой торгуется актив
Казначейская облигация США	Чикагская торговая палата (CBOT)
10-летняя казначейская нота США	Чикагская торговая палата (CBOT)
5-летняя казначейская нота США	Чикагская торговая палата (CBOT)
Евродоллар	Чикагская торговая биржа (CME)
Евро	Чикагская торговая биржа (CME)
Швейцарский франк	Чикагская торговая биржа (CME)
Японская йена	Чикагская торговая биржа (CME)
Фондовый индекс <i>DAX</i>	Международная электронная система обслуживания операций на рынке еврооблигаций (EUREX)
Фондовый индекс <i>FT-SE 100</i>	Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов и опционов (LIFFE)
Долгосрочная казначейская («золотообрезная») облигация (15-летняя)	Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов и опционов (LIFFE)
Короткий фунт стерлингов	Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов и опционов (LIFFE)
Немецкие государственные долгосрочные облигации (Euro Bund)	Международная электронная система обслуживания операций на рынке еврооблигаций (EUREX)
Немецкие государственные облигации (Euro BOBL)	Международная электронная система обслуживания операций на рынке еврооблигаций (EUREX)
Межбанковская ставка Euribor	Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов и опционов (LIFFE)
Фондовый индекс <i>TOPIX</i>	Токийская фондовая биржа (TSE)
Фондовый индекс <i>Nikkei</i>	Осакая фондовая биржа (OSAKA)
Японская государственная облигация (10-летняя)	Токийская фондовая биржа (TSE)
Австралийская государственная облигация (3-летняя)	Сиднейская фьючерсная биржа (SFE)
Австралийская государственная облигация (10-летняя)	Срочная биржа Сиднея (Сиднейская фьючерсная биржа) (SFE)
Сырая нефть	Нью-Йоркская товарная биржа (NYMEX)
Сырая нефть «Brent»	Международная нефтяная биржа (IPE)
Природный газ	Нью-Йоркская товарная биржа (NYMEX)
Фондовый индекс <i>Hang Seng</i>	Гонконгская фьючерсная биржа (HKFE)

Билл Данн и его команда не обладают необходимыми для проведения фундаментального анализа знаниями обо всех этих рынках. Они не изучали досконально деятельность компаний, входящих в индекс Hang Seng. Однако знания Данна достаточны для того, чтобы торговать на этих разнообразных рынках и сделать их похожими друг на друга, применяя к ним ценовой анализ. Рассмотренный в табл. 8.1 портфель Dunn Capital Management торгуется в соответствии с системой, которую на рынке обычно называют «системой противоположных позиций». Другими словами, на всех этих рынках Данн в любой момент времени находится либо в длинной, либо в короткой позиции. Прямо противоположна «системе противоположных позиций» ситуация, когда трейдер никогда не входит на тот или иной рынок. Торгующие по тренду применяют в торговле оба вида позиций.

Если мы рассмотрим двухмесячные показатели доходности Данна в разбивке по месяцам (см. табл. 8.2 и 8.3), мы убедимся, что его убытки на одном рынке компенсируются прибылью на другом. Это объясняется тем, что он никогда не знает заранее, на каком из рынков возникнет крупный тренд, следовательно, необходима диверсификация.

Таблица 8.2. Показатели доходности Dunn Capital Management в мае [221]

Актив	Доходность актива, %
Зарубежные процентные ставки	+6,21
Процентные ставки США	+6,76
Валюта	+0,37
Фондовые индексы	-1,85
Энергетические активы	-0,18

Таблица 8.3. Показатели доходности *Dunn Capital Management* в июне [222]

Актив	Доходность актива, %
Зарубежные процентные ставки	-7,21
Процентные ставки США	-1,6
Валюта	-3,14
Фондовые индексы	+2,10
Энергетические активы	-0,13

Представьте, что ваш портфель имел бы следующий состав:

- Зарубежные процентные ставки: 37 %.
- Процентные ставки США: 25 %.
- Основные валюты: 16 %.
- Фондовые индексы: 17 %.
- Энергетические активы: 5 %.
- **Итого: 100 %.**

Является ли такой состав портфеля оптимальным? Нет. Это пример, отражающий состав портфеля Данна World Monetary Assets (WMA). Он подобран таким образом с целью обеспечения возможности торговать на различных рынках по всему миру. Он не ограничивается лишь фондовым рынком США.

Обычно трейдеры, следующие тренду, торгуют на одних и тех же рынках. Однако в то время как более крупные игроки, придерживающиеся этой стратегии, могут избегать небольших рынков, таких как рынок свиной грудинки или пшеницы, другие трейдеры, торгующие по тренду, могут включать в свои портфели лишь валюту или долговые ценные бумаги. Например, Салем Абрахам (о котором рассказывается в главе 2) в 2003 г. неплохо заработал на торговле скотом. Какие бы активы трейдеры, следующие тренду, ни избрали для торговли, они должны быть открыты для представляющихся им новых возможностей.

Том Фридмен приводит весомый аргумент в пользу наличия разумной стратегии в нашем сложном мире:

«Если у вас нет видения мира и его движущих сил, конечно, вы не сможете строить стратегию поведения в этом мире. А если вы собираетесь иметь дело с такой сложной и жесткой системой, как глобализация, и в ее условиях преуспевать, вам необходима стратегия того, как добиться процветания для своей страны или компании» [223].

Фридмен знает, что по-настоящему влиятельными фигурами в современном мире являются трейдеры, а не политики.

Какое количество актива покупать или продавать в тот или иной момент

времени? Вопрос, которого инвесторы обычно любой ценой пытаются избежать, – это вопрос управления финансами. Управление финансами также называют риск-менеджментом, управлением денежными средствами, определением размера позиции, определением состава портфеля, и, как отмечает Гиббонс Берк с MarketHistory.com, оно является ключевой составляющей успеха стратегии следования тренду:

«Финансовое управление похоже на секс: все это делают так или иначе, но мало кто любит об этом говорить, и некоторые делают это лучше остальных. Когда трейдер принимает решение о покупке или продаже (открытии короткой позиции), он одновременно должен решить, сколько акций или контрактов купить или продать, – на бланке приказа любой брокерской компании имеется пустая графа, куда нужно вписать объем сделки. Суть риск-менеджмента – в принятии логического решения о том, какое количество актива купить или продать, когда вы заполняете эту графу. Этим решением определяется степень риска данного трейда. Если вы установите слишком высокий уровень риска, возрастает вероятность все потерять, если же установите слишком низкий его уровень, то не получите прибыли, достаточной для покрытия транзакционных издержек и вознаграждения ваших усилий. Хорошее управление денежными средствами предполагает нахождение “золотой середины” между этими двумя нежелательными крайностями» [224].

Когда вы рассматриваете трейдерскую стратегию, вы можете сказать себе: «У меня есть лишь определенная сумма денег. О чем мне нужно беспокоиться?» Если у вас есть \$100 тыс. и вы хотите торговать акциями Microsoft, какую часть своих денег вам лучше вложить в свою первую сделку? Стоит ли выложить все \$100 тыс.? А что, если вы ошибетесь? Что, если ошибка будет серьезной и вы потеряете все ваши \$100 тыс. за один раз?

Как определить, какой суммой следует рисковать на каждой сделке? Все торгующие по тренду понимают, что для начала суммы должны быть небольшими. Поэтому, если ваша стартовая сумма составляет \$100 тыс. и желаемый уровень риска для вас составляет 2 %, это будет \$2 тыс. Вы можете подумать: «Ну и ну, у меня есть сто тысяч, почему я рискую лишь двумя? Ведь у меня же целых сто, две – это ничто». Но это не так. Начало есть начало. Вы не можете предвидеть, в каком направлении будет развиваться тренд.

Крейг Поли, другой торгующий по тренду, высказывает свою точку зрения на первоначальный риск:

«Есть трейдеры, не желающие устанавливать уровень риска более 1 %, но я бы удивился, если бы услышал о трейдере, рисковавшем более чем 5 % от суммы активов на одной сделке. Не забывайте, что слишком маленький риск не позволяет рынку обеспечить вам прибыльную торговлю» [225].

Подумайте о финансовом управлении как о достижении хорошей физической формы. Представьте, что вы атлет, желающий добиться превосходной формы. Ваш вес составляет 185 фунтов, а рост – 6 футов. Что вам нужно понимать? Что вы не сможете 6 раз в день на протяжении 30 дней подряд по 12 часов поднимать штангу. В конце концов, в один из этих 30 дней вы можете просто надорваться. Существует оптимальный вес и продолжительность тренировок в течение одного дня, и, соблюдая

эти нормы, вы будете продвигаться вперед, не будучи отброшенным назад. Вы также должны найти такие оптимальные нормы, когда речь идет об управлении денежными средствами. В этой сфере они также существуют.

Эд Сейкота описывает такие оптимальные параметры при помощи используемого им понятия «напряжения»:

«Участие в торгах при установленных сигналах открытия и закрытия позиций можно сравнить со ставками в азартной игре: чем большей суммой вы рискуете, тем больше потенциальный выигрыш. При умеренных ставках наблюдаются умеренные результаты, в то время как крупные ставки могут привести к впечатляющему краху. Трейдер, играющий по-крупному, ощущает напряжение, или давление, связанное с волатильностью портфеля. Портфель, характеризующийся более высоким уровнем напряжения – “горячий портфель”, – более подвержен риску, нежели “холодный”. Эта характеристика портфеля связана с личными предпочтениями: трейдеры, склонные к высокому уровню риска, предпочитают и способны выдержать большее напряжение, в то время как более консервативные обычно избегают обстоятельств, ведущих к его возникновению. При определении состава портфеля распределение денежных средств между входящими в него активами и создает так называемое напряжение портфеля. Если в диверсифицированном портфеле уровень риска по каждому из пяти входящих в него активов составляет 2 %, то общее “напряжение портфеля” равно 10 %, такое же как и у портфеля, состоящего из двух активов с уровнем риска 5 % по каждому из них» [226].

Чонси Дилаура, ученик Сейкоты, добавляет к его объяснению: «Должен быть какой-то регулирующий элемент, чтобы на мне не лежал слишком большой риск. Размер активов, участвующих в сделке, должен быть небольшим: около 2 % от общего количества». Этому методу Дилаура научился у Эда Сейкоты, который называет активы, скорректированные на риск, «чистыми активами», а выраженную в процентах толерантность к риску – «напряжением». По мнению Сейкоты, напряжение может быть увеличено или уменьшено, чтобы соответствовать толерантности трейдера к риску, – по мере того как растет напряжение, то же происходит и с прибылью, но лишь до некоторого предела. После прохождения этого уровня увеличение напряжения ведет к снижению прибыли. Трейдер должен суметь найти наиболее комфортный для себя уровень напряжения [227].

Также важно определить, как вы будете поступать с вашим капиталом, по мере того как он будет возрастать или сокращаться. Изменится ли что-либо в вашем трейдинге, если объем ваших средств увеличится со \$100 тыс. до \$200 тыс.? А что будет, если ваши \$100 тыс. уменьшатся до \$75 тыс.?

Торгующий по тренду Том Бассо поясняет, что трейдеры обычно начинают торговать небольшими пакетами, скажем, одним контрактом, и по мере того, как их уверенность растет, они увеличивают это количество до 10 контрактов. В конечном итоге они достигают комфортного для себя уровня в 100 или 1000 контрактов и часто останавливаются на нем. Бассо не советует так поступать. Он подчеркивает, что главное – поддерживать постоянный уровень кредитного рычага. Бассо обращает внимание на удобство своего метода определения количества контрактов для каждой сделки, поскольку он позволяет ничего не менять в стратегии торговли даже при

увеличении размера капитала [228] .

Одна из причин того, что у трейдеров возникают трудности при необходимости пропорционального изменения количества торгуемого актива, – это страх. Вы можете комфортно себя чувствовать, когда математические расчеты показывают, что при размере капитала в \$50 тыс. вам нужно торговать определенным количеством контрактов, однако когда те же математические расчеты показывают, что при капитале \$500 тыс. вам нужно торговать уже гораздо большим количеством контрактов, вы можете почувствовать нерасположенность к риску. Поэтому, вместо того чтобы торговать оптимальным количеством вашего актива при том или ином уровне капитала, вы торгуете меньшим его количеством. Как избежать этого? Воспринимайте деньги абстрактно. Не думайте о том, что на них можно купить, просто рассматривайте эти цифры так, как будто вы играете в настольную игру вроде «Монополии»® или «Риска»®.

Тем не менее, поскольку размер вашего капитала постоянно меняется, чрезвычайно важно сохранять последовательность в трейдинге. Описание трейдинга Билла Данна вторит мнению Бассо: «Частью подхода Данна является корректировка трейдерских позиций в соответствии с размером капитала в управлении. Он говорит, что, если величина активов в его портфеле существенно снижается, он корректирует позиции в соответствии с новым уровнем капитала. Однако он с сожалением отмечает, что слишком немногие трейдеры придерживаются этой довольно нехитрой трейдерской стратегии» [229] .

Если ваш стартовый капитал составлял \$100 тыс. и вы потеряли \$25 тыс., у вас осталось \$75 тыс. Теперь в ваших трейдерских решениях вам нужно исходить из уровня капитала \$75 тыс., а не \$100 тыс. У вас больше нет \$100 тыс. Это точка зрения Данна.

Тем не менее Пол Малвени, директор по информационным технологиям Mulvaney Capital Management Ltd., считает, что мы при обсуждении финансового управления упустили из виду важный вывод:

«Следование тренду подразумевает постоянное восстановление нарушенного равновесия, вот почему, как я думаю, успешные трейдеры, кажется, не испытывают страха. Методики, используемые многими фондами хеджирования, выделяют управление риском в отдельное направление. В следовании тренду оно является частью внутренней логики инвестиционного процесса».

Как определить благоприятный момент для покупки или продажи? Когда лучше покупать? Когда продавать? Такие вопросы имеют место. Однако нет причин драматизировать процесс купли-продажи. Более того, чрезмерное беспокойство по поводу того, когда покупать или продавать, – это не то, на что нужно тратить свою энергию. Вероятно, излишне упоминать, что торгующие по тренду определяют этот момент в соответствии со своим методом.

Когда торгующие по тренду входят на рынок? Как только там проявляется тренд. Как упоминалось в главе 1, торгующие по тренду не в силах предсказать момент возникновения тренда. Единственный способ узнать о зарождении тренда – это когда он уже появится и начнет развиваться в восходящем или нисходящем направлении. Допустим, цена акций Microsoft колеблется в промежутке от 50 до \$55 на протяжении

полугода. Неожиданно их стоимость взлетает до \$63, т. е. происходит ценовой «пробой». Такое ярко выраженное повышательное движение является стартовым сигналом для торгующих по тренду. Они говорят себе: «Я не могу быть уверен в том, что курс акций Microsoft будет и дальше расти, но он некоторое время колебался на одном уровне, и вдруг цена подскочила до \$63. Я участвую в этом не для того, чтобы купить подешевле. Я здесь для того, чтобы следовать трендам, а тренд сейчас повышательный».

Такой подход в глазах большинства нелогичен. John W. Henry and Comran подчеркивают его простоту:

«Торговые системы JWH разработаны таким образом, чтобы подавать сигнал к покупке или продаже лишь тогда, когда на рынке проявляется отчетливый тренд. Поэтому мы, по определению, никогда не входим на рынок в начальной точке тренда и не выходим на пике» [230].

Если ваша цель – следовать тренду, который зародился при цене \$50 и, возможно, продолжится, пока цена не достигнет \$100, имеет ли принципиальное значение, войдете ли вы на рынок при цене 52, 6 или \$70? Даже если вы начали с цены \$70, а тренд «поднял» ее до \$100, вы все же в приличном выигрыше, не так ли? Конечно, если бы вы вошли на рынок при цене \$52 (а как вы собираетесь предвидеть заранее момент зарождения тренда, мы никогда не поймем), вы бы заработали больше, чем при входе на уровне \$70. Многие трейдеры рассуждают: «Какая жалость, я упустил момент, когда цена была \$52, поэтому я вообще не буду начинать, даже если есть возможность войти на рынок при цене \$70».

Подумайте над следующими словами Ричарда Денниса:

«Если вы имеете прибыльную позицию каждый раз, когда рынок заметно растет, – скажем, после сильных дневных торгов, – скорее всего, имеет смысл увеличить объем позиции. Я бы не стал ждать коррекции рынка. Это любимый прием всех вокруг – приобретать какой-либо растущий актив в стадии коррекции. Я не вижу никакого статистического обоснования для таких действий. Когда бобы торгуются по \$8, а затем их цена возрастает до \$9, если у меня будет выбор: купить их сейчас по \$9 или дождаться коррекции цены до \$8, я скорее выберу первое. Коррекции цены до \$8, 8 может никогда не произойти. Статистика показывает, что вы заработаете больше денег, покупая по текущей цене и не дожидаясь коррекции» [231].

Даже люди, знакомые с подходом Денниса, все равно больше концентрируются на моменте входа на рынок, т. е. направляют свою энергию и способности не в то русло, как с сожалением отмечает Эд Сейкота: «Вхождение на рынок сильно заботит до того, как оно произойдет, и мало – после» [232].

Сейкота имеет в виду, что если вы уже приняли решение об открытии позиции, уровень цены в этот момент не имеет значения. Вы же не знаете, до какой степени продлится подъем на рынке, правда? Лучше побеспокойтесь о том, как обезопасить себя в случае, если тенденция на рынке сменится на противоположную, вместо того чтобы делать трагедию из выбора момента выхода на рынок. Как долго может продолжаться следование тренду? Вот какое мнение на этот счет у Джона Генри:

«Сохранение позиции на протяжении двух или четырех месяцев – не редкость, а иногда это может продолжаться даже больше года», – говорит оратор. Практика

показывает, что прибыльными оказываются лишь 30–40 % трейдов» [233] .

Помните о том, что, как правило, лишь 30–40 % торгов приносят доход трейдерам, следующим тренду. Сразу приходят на ум слова знаменитого бейсболиста Теда Уильямса: «Как я много раз повторял, самое сложное в нашем виде спорта – это отбить мяч. Если бы Джо Монтане или Дэну Марино это удавалось три раза из десяти, они бы уже давно сидели на скамейке запасных. Если бы у Ларри Берда или Мэджика Джонсона попадали в корзину лишь три из десяти бросков, тренеры отстранили бы их от игры в баскетбол» [234] .

Учитывая сходство трейдинга с игрой в бейсбол, 40 % прибыльных торгов вряд ли стоят свеч... или все же стоят? Главное, чтобы сохранялось положительное значение математического ожидания, упомянутого ранее в этой главе. Но как это возможно, если прибыльны лишь 40 % торгов? Джим Литтл из торгующей по тренду Campbell and Company объясняет:

«Допустим, в 60 % убыточных торгов вы теряете 1 % своего капитала, а в 40 % прибыльных увеличиваете его на 2 %. В долгосрочной перспективе, скажем год или больше, это может принести вам доходность 20 % при достаточно широко диверсифицированном портфеле» [235] .

Другими словами, в долгосрочной перспективе прибыльные и убыточные торги перекрывают друг друга. Крупные выигрыши компенсируют небольшие потери. Правила, которыми торгующие по тренду руководствуются при входе на рынок и выходе с него, определяются тем, что многие называют «техническими индикаторами». Таким техническим индикатором для торгующих по тренду является движение цен на рынке. Однако большинство трейдеров еще беспокоятся о бесчисленном множестве других индикаторов, обещающих «прогноз». Они горячо дискутируют о том, какой из них лучше – конвергенция-дивергенция скользящего среднего или полосы Боллинджера? Какой принесет большую прибыль – индекс среднего направленного движения или процентный диапазон Уильямса?

Правильный ответ, разумеется, следующий: ни один из них. Технические индикаторы – это лишь небольшие части торговой системы в целом, и сами они не являются целостными системами. Они как пара инструментов в наборе, а не весь набор в целом. Каждому из технических индикаторов торговая система следования тренду обычно обязана лишь 10 % успеха в трейдинге. Когда трейдеры говорят: «Я попробовал индикатор X и понял, что он бесполезен» или «Я попробовал индикатор Y и понял, что он полезен», в этом нет никакого смысла. Утверждения такого рода подразумевают, что индикатор – это и есть торговая система. Сам по себе, взятый в отдельности, технический индикатор ни о чем не говорит.

Поскольку торгующие по тренду никогда не знают, какой тренд принесет им большой доход, они накапливают небольшие убытки в поисках ярко выраженного движения цен. Это похоже на засовывание зубочисток в пирог, чтобы определить, что он готов. Они как бы испытывают рынок, чтобы понять, перерастет ли небольшой тренд в крупный. Поэтому в итоге у вас может быть 60 % неудачных трейдов, о которых говорят Джон Генри и Джим Литтл.

Когда ликвидировать убыточную позицию? Ответы на вопросы, когда и по каким причинам вы будете закрывать позицию, лучше всего хорошо обдумать еще до ее

открытия. Главной задачей любой торговой системы является защита вашего капитала. Наличие стратегии продажи позволяет вам не только сохранить ваш капитал, но также и в перспективе переместить его на рынки, предлагающие лучшие возможности. Когда фактически нужно выходить из убыточной позиции? Немедленно! Это ключевой элемент следования тренду. Логика минимизации издержек возникла гораздо раньше, чем следование тренду:

«Если биржевой игрок оказывается прав в половине случаев, у него хороший средний показатель доходности. Даже 3 или 4 верных решения из 10 позволят человеку сделать состояние, если у него хватит ума быстро ликвидировать убыточную позицию в торгах, где он ошибся» (Бернард Барух).

Допустим, вы покупаете акции Microsoft (MSFT), установив значение «стоп-сигнала» на уровне 2 %. Это означает, что если ваш убыток достигнет 2 %, вы закрываете позицию. И вот такой момент настал. Выходите. Не обсуждайте это. Вспомните торговлю на рынке фунта стерлингов, описанную в разделе, посвященном Биллу Данну. На графике 2.3 видны частые открытия и закрытия позиций. Данн постоянно получает сигналы входа на рынок и выхода с него. Повышательный тренд сменяется понижательным. Он открывает и закрывает позицию. Данн понимает, что он не в состоянии предвидеть направление динамики курса фунта стерлингов. Он лишь знает, что он получил от своей системы сигнал к открытию позиции – и вот он уже в игре. Сразу же после этого он получает сигнал о закрытии позиции – и он выходит с рынка. Данн же ясно выразился, что он «скачет на диком мустанге».

Трейдеры называют эти частые колебания «ложными» или «пилообразными» сигналами. Ложные сигналы – это быстрая смена подъемов и спадов, не имеющих ярко выраженного направления. Ваши торги словно бьются в конвульсиях или движутся, подобно пиле, то в одну, то в другую сторону. Эд Сейкота предупредил нас (см. главу 2), что единственный способ избежать таких «ложных» колебаний – это прекратить заниматься трейдингом. Этот простой, хотя и несколько резковатый совет отражает опыт Сейкоты. Он говорит, что ложные сигналы – это часть игры. Примиритесь с ними.

Не хотите? Тогда не торгуйте.

Теперь, прежде чем когда-нибудь начать торговать по тренду, вы уже будете знать, что вас ждут небольшие убытки. Вы также уже знаете, что эти убытки не будут длиться вечно. Крупные тренды неизменно возникают на рынке как раз в тот момент, когда вы уже готовы опустить руки.

Когда ликвидировать прибыльную позицию? Вы, должно быть, видели лживые заголовки вроде «График “японские свечи” поможет вам выявить момент смены тенденций на рынке», «Безошибочное определение уровней поддержки и сопротивления» или «Научитесь изымать прибыль с рынка, когда она достигнет целевого уровня». Нельзя выявить момент смены тенденций на рынке до того, как это произойдет. Невозможно определить уровень поддержки и сопротивления цен, так как у 100 людей будет 100 различных мнений на этот счет. В основе всех этих идей лежит стремление осуществить неосуществимое – предвидеть.

Том Бассо подчеркивает нелепость установления целевых показателей прибыли: «Начинающий трейдер подходит к опытному торгующему по тренду и спрашивает: “Сколько вы хотите заработать на этом тренде?” Опытный трейдер отвечает, что его

цель – заработать столько, сколько миль до Луны».

Закрытие прибыльной позиции может стать нелегкой задачей, поскольку вы должны чувствовать себя комфортно, позволив тренду подняться настолько, насколько возможно, пройти пиковую точку и затем начать снижаться, прежде чем вы забрали с рынка прибыль. Допустим, в результате торговли ваш доход на бумаге составляет 100 %. Если вы его обналичите, эти деньги станут реальными. Но тренд все еще движется вверх. Вы только что совершили большую ошибку, поскольку ограничили свой возможный доход. Если у вас несколько длинных позиций, потенциально вы можете получить огромную прибыль, а тренд продолжает расти, и это неподходящий момент для ликвидации вашей выигрышной позиции.

Поскольку торгующие по тренду понимают, что выявление максимальных и минимальных точек тренда – невыполнимая задача, они не устанавливают целевых уровней прибыли. Целевые показатели ограничивают ваш доход. Если у вас есть целевой показатель прибыли, вы прекратите торги при достижении определенного уровня дохода. Например, вы входите на рынок при цене \$100 и заранее решили, что закроете позицию, когда ваша прибыль составит 25 %, т. е. цена достигнет \$125. На первый взгляд идея о целевом уровне прибыли звучит разумно. Однако если бы у вас был опыт Эда Сейкоты или Билла Данна, вы бы знали, что установление целевых показателей прибыли не позволит вам заработать больших денег. Если вы следуете тренду, нужно позволить ему зайти настолько далеко, насколько это возможно. Нужно воспользоваться им по максимуму. Вы же не хотите закрыть позицию при цене \$125 и наблюдать за тем, как она вырастет до \$225.

Помимо того что целевые показатели прибыли не позволяют вам заработать на росте цены до \$225, они также оказывают губительное воздействие на весь портфель торгующего по тренду. Трейдерам, следующим тренду, необходимы эти значительные выигрыши, чтобы компенсировать все те убытки, которые они понесли из-за «ложных» колебаний. Если вы искусственно устанавливаете «потолок» для прибыли, не имея на то никаких причин, кроме повышения своего чувства комфорта, вы ограничиваете потенциальный доход, который могут принести вам крупные тренды. Это, в свою очередь, ограничивает ваши возможности компенсировать небольшие убытки. Если вы устанавливаете в трейдинге целевой уровень прибыли, как же вы сможете получить внушительный доход от крупных трендов?

Итак, в какой же точке тренда торгующие по нему трейдеры получают свою прибыль? Они вступают в игру в середине тренда. Они никогда не входят в рынок в его нижней точке и никогда не выходят на пике (график 8.1).

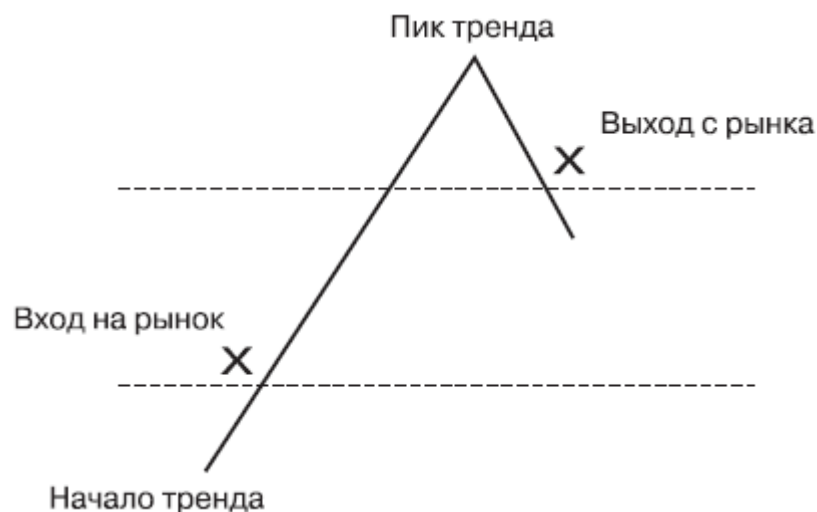


График 8.1. Пример входа в рынок и выхода из него с использованием стратегии следования тренду: середина тренда

Ваша торговая система

Когда вы разрабатываете систему для использования вами лично, вы применяете все ваши дискреционные суждения и создаете из них правила. Например, зная, что высокий уровень риска для вас некомфортен, вы в своих правилах устанавливаете приемлемый уровень риска. Если вы хотите, чтобы ваш портфель состоял исключительно из валютных активов, вы включаете это в свою систему правил с самого начала. Другими словами, вы заранее фиксируете все возможные сценарии торгов, отражая это в своем инвестиционном портфеле. Если рынок растет на 100 %, у вас есть правила, говорящие вам, что делать в этой ситуации. Если рынок падает на 10 %, вы также следуете своим правилам. Сформулировав заранее свои трейдерские правила и систематизировав их, вы сможете избежать необходимости постоянно принимать дискреционные решения.

Вы должны иметь четкие правила, касающиеся открытия, закрытия или размера позиции. Вы не можете себе позволить обдумывать правила по ходу дела. Вам нужен точный и недвусмысленный план, разработанный заранее. Это также помогает обезопасить себя:

«Наш подход к рынкам основан на пессимистическом прогнозе. Наша главная забота – не сколько мы можем заработать, а сколько можем потерять. Мы занимаем оборонительную позицию» (Ларри Хайт) [236].

Часто задаваемые вопросы

Вопрос № 1: сколько мне нужно денег?

Эда Сейкоту однажды спросили, сколько денег должен иметь начинающий трейдер. Он ответил: «Хорошее управление финансами не зависит от размера капитала. Я бы спросил у трейдера, который считает, что ему необходима определенная сумма денег для начала торговли, за какую сумму денег он перестал бы торговать». Сейкота имеет в виду, что нет такой слишком маленькой или слишком большой суммы денег, которая позволила бы вам расслабиться, считая, что ваш стартовый капитал уже сам по себе – ключ к успеху.

Существует множество факторов, влияющих на правильное определение величины стартового капитала, не последним среди которых является личная дисциплина трейдера и способность ее соблюдать. Любой, кто говорит, что знает магическую сумму, необходимую для того, чтобы заниматься трейдингом с прибылью, кривит душой. Никто не может гарантировать вам прибыль. Но что, если вы обладаете неограниченными ресурсами? Это было бы вашим преимуществом, не правда ли? Тем не менее неограниченный стартовый капитал может сыграть как положительную, так и отрицательную роль. Яромир Ягр, известный хоккеист, и Уильям Экхардт, давний партнер Ричарда Денниса, судя по всему, имеют противоположные точки зрения на достаточную величину стартового капитала. Ягр напоминает азартного игрока:

«Яромир Ягр не отличается умеренностью. Это человек, который не просто играет на бирже, а летит сквозь нее на всех парусах; в прошлом году он, по оценкам, потерял от \$8 до \$20 млн на рынке доткомов. Его девушка не просто милашка и умница, она бывшая мисс Словакия и студентка второго курса юридического факультета» [237].

Возможно, Ягр и великий хоккеист, но его подход к трейдингу ведет его прямой дорогой в богадельню. Имея финансовую базу в виде миллионов, заработанных игрой в хоккей, Ягр олицетворяет собой как раз тот тип трейдера, к которым скептически относился Уильям Экхардт:

«Я слышал о нескольких мультимиллионерах, начавших торговать, используя унаследованный капитал. Во всех случаях они все потеряли, потому что убытки не были для них болезненны. Во время первых лет, формирующих трейдера, они чувствовали, что могут себе позволить проигрывать. Гораздо лучше, если вы приходите на рынок с ограниченными средствами, чувствуя, что вы не можете себе позволить их потерять. Я бы скорее поставил на того, кто начинает с нескольких тысяч долларов, чем на того, кто приходит на рынок с миллионами» [238].

Вопрос № 2: подходит ли следование тренду для фондового рынка?

Один из наиболее распространенных мифов о следовании тренду заключается в том, что эта стратегия не подходит для фондового рынка. Тренды на рынке акций ничем не отличаются от трендов на валютных, товарных или фьючерсных рынках. Например, Chesapeake Capital, фирма Джерри Паркера, торгующая по тренду, адаптировала свою систему специально для фондового рынка как ради повышения доходности, так и идя навстречу пожеланиям клиентов. По утверждению Паркера, его система эффективно работает на рынке акций, особенно с акциями компаний, работающих в тех отраслях экономики, где происходят заметные скачки в динамике цен. Он добавляет:

«Наши знания и опыт лежат в сфере систематического следования тренду или разработке торговых моделей. Таким образом, мы можем следовать тренду на рынке китайского фарфора, или золота, или серебра, или фьючерсов на акции, или на любом рынке, на котором пожелает клиент. Мы торгуем в соответствии с этими замечательными системами, испытываем их и убеждаемся, что то, что мы делаем, было эффективно в прошлом. Строго и беспристрастно мы придерживаемся наших методов на рынке фьючерсов. Однако мы ограничиваем свою торговлю лишь одной этой группой рынков. Нам необходимо применять глобальный подход к инвестированию и шире распространять наши знания и опыт торговли по системе» [239].

Брюс Терри, президент Weston Capital Investment Services и ученик Ричарда Дончиана, категорически отрицает идею о том, что следование тренду не годится для фондового рынка:

«Первоначально, в 1950-х гг., технические модели были разработаны на основе исследований рынка акций. Консультанты по товарной торговле применили их к рынку фьючерсов. В конце 1970-х – начале 1980-х гг. на рынках акций наблюдалась стабильная ситуация, а фьючерсные рынки динамично развивались. Это и помогло консультантам по торговле биржевыми товарами выйти с этими моделями на рынок. Сейчас круг завершен – и люди вновь начинают применять эти модели на фондовом рынке» [240].

Наконец, приведенная ниже вводная фраза из статьи 1979 г. «Managed Accounts Reports» напоминает нам:

«Торговля акциями и товарными фьючерсами с применением стратегии следования тренду – это искусство, имеющее длительную историю» [241].

Вопрос № 3: что вы думаете о компьютерных технологиях и аппроксимации кривой?

Ларри Хайт, выдающийся трейдер, торгующий по тренду, однажды сказал, что компьютер не может встать утром не с той ноги, поэтому он полагается на компьютеры при принятии решений:

«Если вас бросил друг или подруга – у вас одно настроение; если вы обручились – другое» [242].

Хайт также утверждает, что он предпочел бы иметь в своем штате одного по-настоящему сообразительного парня за одним-единственным «макинтошем», чем целую армию высокооплачиваемых хронометражистов, обставленных компьютерами новейшего поколения. Однако в то же время Хайт твердо убежден, что в основе успешного использования компьютера лежат те принципы, которые были заложены в его программу. Когда кто-то спросил его, зачем же вообще нужен компьютер, если человеческие способности настолько важны, Хайт ответил:

«Потому, что это действует – это выражено количественно и воспроизводимо. Я горячий сторонник научных методов. А все остальное ненаучно. Если я сообщу вам алгоритм, вы должны получить те же результаты, что и я. Для меня это очень много значит» [243].

Однако есть и определенные сложности, связанные с испытанием программ компьютерным методом. При помощи компьютерных технологий можно легко переусердствовать с оптимизацией торговой системы и слишком сблизить ее с кривой ваших тестовых показателей. В итоге будет создана система, которая будет хорошо смотреться лишь на бумаге. Испробовав сотни возможностей, каждый может разработать систему, которая будет работать лишь в теории, как предупреждает Барбара Диксон:

«На мой взгляд, создавая систему, очень важно разработать такой набор правил, чтобы он подходил вам скорее как варежка, чем как перчатка. С одной стороны, рынками движут тренды, но, с другой стороны, на основании прошлых результатов не всегда можно сделать вывод о будущих. Если созданные вами правила слишком хорошо соответствуют кривой ваших тестовых показателей, вы подвергаете себя

огромному риску, связанному с тем, что эти правила окажутся несостоятельными, если будущие условия будут существенно отличаться от прошлых» [244].

Устойчивая торговая система, при создании которой не было проведено чрезмерного сближения с кривой тестовых показателей, должна идеально работать на всех рынках, в любое время и при любых условиях. Параметры, или правила следования тренду, должны действовать для широкого диапазона значений рыночных переменных. Система, параметры которой эффективны для широкого диапазона значений рыночных переменных, считается устойчивой. Если параметры системы корректируются незначительно, а доходность при этом существенно меняется, берегитесь. Например, если система отлично работает при значении параметра, равном 20, но не работает при 19 или 21, такая система неустойчива. С другой стороны, если значение параметра вашей системы 50 и она работает при его значении 40 или 60, это говорит о ее гораздо большей устойчивости (и надежности).

Система Дэвида Дразы, ученика Эда Сейкоты, может похвастаться многолетней непревзойденной устойчивостью. Трейдерам, торгующим в краткосрочном периоде и пекущимся о быстрых арбитражных прибылях, до нее так же далеко, как до Луны. Трейдеры, сосредоточившиеся на краткосрочной торговле, часто пропускают более долгосрочные тренды – те, которых терпеливо ожидают как своего звездного часа торгующие по тренду в долгосрочном периоде. Чтобы ждать так, как описывает Драз, вам необходима безоговорочная вера в свою торговую систему. Она приходит в процессе испытания системы и применения ее на практике. Однако вы глубоко заблуждаетесь, если полагаете, что все, что вам нужно для успеха в трейдинге, – это новейшая компьютерная техника и программное обеспечение. Понять это нам снова помогут слова Барбары Диксон:

«Современные базы данных, программное обеспечение и техническое оборудование позволяют разработчикам систем проводить тысячи тестов почти мгновенно. Я предостерегаю этих людей от опасности аппроксимации кривой. Я призываю их не забывать о том, что одной из их первоочередных задач должно быть достижение дисциплинированности при следовании системе, что даст им возможность получать прибыль. Имея столько замечательных инструментов, легко менять или модифицировать систему и разрабатывать скорее индикаторы, чем правила, но всегда ли это разумно?» [245]

В наши дни сложно не поддаваться искушению использовать для трейдинга специальные компьютерные программы. Вы можете потратить несколько тысяч долларов на программное обеспечение, выдающее вам красивые графики, и чувствовать себя президентом и единственным трейдером своего собственного хедж-фонда. Что делали торгующие по тренду до того, как у них появились компьютеры? Описывая свои первые трейдерские успехи, Джон Генри не оставляет сомнений в том, что они обусловлены философией, а не технологией:

«Тогда не было персональных компьютеров, кроме Apple. Практически не существовало гибких систем программного обеспечения. В этой технике, далекой от той, что сегодня используется повсеместно в мире финансов и не только, разбирались лишь заядлые технари... Я решил разработать систему для торговли биржевыми товарами. Однако ситуация кардинально изменилась, как только я начал торговать.

Моя же торговая программа ничуть не изменилась. Как я говорил, она не изменилась и по сей день» [246].

Один из сотрудников Генри несколькими годами ранее высказал такую мысль: «Первоначально все наши тесты проводились вручную, мы карандашом рисовали графики, которые затем трансформировались в электронные таблицы Lotus, широко используемые в нашей повседневной работе. С появлением новых систем моделирования, таких как редактор программ для торговых систем “дэйтрейдер” и некоторых других, мы смогли моделировать часть наших систем при помощи этого программного обеспечения, по большей части лишь для того, чтобы подтвердить то, что мы знали и раньше, – что следование тренду работает» [247].

Опыт Тома Бассо также заслуживает внимания: «Вы обнаруживаете, что чем активнее вы используете информационные технологии, тем на большем количестве рынков вы можете работать. Компьютер экономит ваше время, если вы используете его с умом» [248].

Не теряющие своей актуальности с течением времени замечания Ричарда Дончиана также, наверно, повергнут в смятение чрезмерно перенапряженных дневных трейдеров или, по крайней мере, заставят их приостановиться ненадолго:

«Если вы торгуете, используя четко определенный метод следования тренду, ограничивающий издержки, торговля не займет много времени в течение вашего обычного рабочего дня. Поскольку действия следует предпринимать лишь после наступления соответствующего события на рынке, вам достаточно будет вечером потратить минуту-другую на каждый рынок, чтобы проверить, не наступило ли событие, дающее сигнал к действию, а затем, если понадобится, сделать утром один телефонный звонок, чтобы дать или изменить ранее данный приказ своему брокеру в соответствии с полученным сигналом. Более того, наличие четкого метода, который всегда должен включать в себя критерии, определяющие момент немедленного закрытия убыточной позиции, позволяет избежать... мучительных колебаний».

Разумеется, чтобы ограничиваться «минутой-другой», о которых говорит Дончиан, нужно потратить некоторое время на предварительную подготовку. Мы не умаляем значения работы и усилий, необходимых для успеха, однако цитируем слова Дончиана как пример глубокого понимания и мотивации. Когда вы испытаете свою систему и будете достаточно удовлетворены результатами, чтобы приступить к трейдингу, ваша работа на этом еще не будет окончена. Результаты, выдаваемые системой, должны периодически сопоставляться с фактическими результатами, чтобы удостовериться, что ваши расчеты достаточно корректно отражают то, что в действительности происходит на рынке. Также полезно вести журнал, где вы будете фиксировать, насколько точно вы следуете указаниям своей системы.

Вопрос № 4: в чем заключаются недостатки дэйтрейдинга?

Когда вы торгуете большими партиями или часто, прибыль, которую вы можете получить на каждом трейде, снижается, в то время как ваши транзакционные издержки остаются такими же высокими. Такую стратегию нельзя назвать выигрышной. Тем не менее есть трейдеры, которые до сих пор считают, что краткосрочный трейдинг менее рискован. Краткосрочный трейдинг по определению не может быть менее рискован, о чем свидетельствует печальная история Виктора

Нидерхофера и LSTM. Преуспевают ли некоторые трейдеры, торгующие в краткосрочном периоде? Да. Однако подумайте о том, кто ваши конкуренты в краткосрочной торговле. Профессиональные дневные трейдеры, такие как Кеннет Гриффин из Citadel Investments, располагают штатом, насчитывающим сотни сотрудников, которые работают командой круглые сутки без выходных. И хотя Гриффин может похвастаться великолепными показателями доходности, вам стоит задаться вопросом, считает ли он, что в мире действует закон нормального распределения.

К сожалению, недостатки дэйтрейдинга часто незаметны для тех, кому следовало бы быть о них более осведомленными. Самнер Редстоун, исполнительный директор Viacom, в недавнем интервью рассказал, что постоянно, час за часом, день за днем, отслеживает котировки акций Viacom. Хотя Редстоун – блестящий предприниматель, создавший одну из крупнейших медиакорпораций нашего времени, его обеспокоенность котировками акций своей компании неоправданна. Редстоуну может казаться, что его фирма недооценена, но, сколько ни гляди на экран монитора, это не заставит курс акций вырасти.

Вопрос № 5: можете ли вы привести хороший пример неправильного взгляда на торговлю?

В заключение данной главы рассмотрим небольшой пример о выдающемся игроке на чикагских рынках фьючерсов. Лео Меламед – заслуженный председатель в отставке и старший советник по корпоративной политике Чикагской товарной биржи. Он известен как создатель финансовых фьючерсов. В конце 1999 г. он был назван (бывшим издателем Chicago Tribune) одним из десяти наиболее значимых бизнесменов Чикаго в XX в. И все же, несмотря на его колоссальный опыт в бизнесе, его нельзя назвать торгующим по тренду, о чем свидетельствуют приведенные ниже отрывки из его книги:

«Обвал на рынке серебра, вызванный спекуляциями братьев Хант, также подготовил почву для моих худших торгов. Мы с моим партнером по бизнесу Джорджем Фосеттом играли на повышение на рынке серебра начиная с июня 1978 г., когда оно торговалось по цене около \$5 за унцию».

«Цена на серебро в соответствии с нашими прогнозами росла. В сентябре 1979 г. она достигла уровня \$15 за унцию, и каждый из нас получил существенную прибыль. Ни Джордж, ни я до этого не получали такого дохода, это был крупный куш. Насколько еще поднимется цена?»

«Не настало ли время изъять прибыль с рынка?»

«Я понял, что иметь дело с большой прибылью еще сложнее, чем с большими убытками. У меня был хороший друг, разбирающийся в рынках драгоценных металлов».

«Поскольку он знал, что у меня длинная позиция в серебре, я решил спросить у него совета. “Знаешь, Лео, – ответил он. – У тебя очень удачная позиция в серебре, и я даже не могу предположить, насколько еще поднимется цена на этом рынке. Но что я тебе скажу, так это то, что \$15 – это очень дорого. Исторические данные показывают, что серебро просто не стоит более высокой цены”».

«Я ничуть не сомневался, что он искренне высказал мне свое мнение. Я передал

его Джорджу, и мы решили, что если до конца недели не произойдет ничего непредвиденного, мы ликвидируем наши позиции и заберем прибыль».

«Именно так мы и поступили. Это было в конце октября 1979 г. Так почему же я говорю, что это был мой худший трейд, если я получил такую большую прибыль, какой ни разу не имел до этого? Потому, что через 30 дней после того, как мы закрыли наши позиции, начался спекулятивный рост цен на серебро, спровоцированный братьями Хант. Он продолжался до тех пор, пока цена не достигла \$50 за унцию в январе 1980 г. Мы с Джорджем 2 года сохраняли длинные позиции в серебре, и, стоило нам повременить с их закрытием еще 30 дней, мы бы неизбежно заработали огромные деньги. Мы оба поклялись никогда не подсчитывать, сколько миллионов мы упустили» (Лео Меламед) [249].

Если мы рассмотрим вышеописанную историю с точки зрения следования тренду, то поймем, почему Лео Меламед назвал свои сделки с серебром в 1979 г. своим «худшим трейдом». Прежде всего он не определил заранее критерий входа на рынок. Он нигде не объясняет, почему он и его партнер в 1978 г. начали игру на повышение на рынке серебра, так же как и то, по какой причине он открыл позицию именно на рынке серебра, кроме той, что оно торговалось по очень низкой цене (\$5). Когда цена на серебро начала расти, он попытался спрогнозировать, насколько высоко она поднимется, что, как известно всем торгующим по тренду, невозможно. Однако, не определив четко основание для выхода с рынка, он не был уверен, когда это лучше сделать, в отличие от торгующих по тренду, которые знают, как они поступят со своей прибылью, еще до начала торгов. Не имея стратегии, Меламед положился на общепринятое мнение о том, что покупать актив, цена на который уже превысила исторический максимум, – неправильно. Меламед использовал фундаментальный анализ, чтобы определить, что цена на серебро не будет расти дальше, и установил целевой уровень прибыли, при котором нужно закрыть позицию. Имея целевой показатель прибыли вместо плана выхода с рынка, Меламед потерял миллионы долларов потенциальной прибыли.

Какой урок можно извлечь из этой истории? Роб Ромэн, много лет торгующий по тренду, отмечает:

«Ценность регламентированного подхода к трейдингу в том, что вы можете разработать свою стратегию, находясь в спокойном состоянии. А затем, в условиях напряженной ситуации на рынке, вам нужно лишь следовать вашему плану, вместо того чтобы быть вынужденными принимать сложные решения под давлением, когда выше всего вероятность совершить ошибку».

Основные положения

- Торгующие по тренду правы при выявлении тренда и всегда ошибаются при определении его конечных точек.
- Эд Сейкота: «Система должна опираться на отношение трейдера к торговле и отражать его».
- Эд Сейкота: «Нет лучшей системы вообще, как нет лучшего автомобиля вообще. Однако существует лучший автомобиль лично для вас».
- Эд Сейкота: «Если вы не можете позволить себе терять деньги, вы не можете позволить себе торговать».

- Сосредоточьтесь на методе, а не на результате.
- Деньги – это лишь единица измерения для ведения счета.
- Потери нужно переносить легко. Вы должны оценить их еще до выхода на рынок.
- Доверьтесь своей торговой системе. Если вы не можете этого сделать, не торгуйте.
- О моменте перелома тренда, т. е. его высшей или низшей точке, нельзя узнать до тех пор, пока он не наступил и не был зафиксирован.
- Как только вы получили сигнал и вошли в рынок, нужно занять выжидательную позицию. Ждите, что будет дальше.
- Чем более волатилен рынок, тем меньше вы хотите рисковать. Чем менее волатилен рынок, тем больше вы хотите рисковать.
- Большие тренды приносят большие доходы.
- Кен Тропин из Graham Capital, компании, весьма успешно торгующей по тренду, высказался на Гринвичском круглом столе: «Для того чтобы система была успешна, она должна быть устойчивой, как я это называю. Это означает, что я могу испробовать эту систему не только на том рынке, на основе которого я ее разработал. Скажем, я применяю ее на рынке казначейских облигаций, а затем, если я ликвидирую позиции на этом рынке и пробую эту систему на рынке евро, она продолжает работать. И если я меняю ее параметры, она также продолжает работать. И если я переключусь на рынок кукурузы, т. е. товара, кардинально отличающегося от казначейских облигаций, она будет продолжать работать. И если я имею дело с какими-либо данными, которые не были учтены при разработке системы, она продолжает работать. И тогда я понимаю, что, возможно, эта система чего-то стоит и у меня есть перспектива успешной деятельности на рынке в будущем. Ведь природа информации такова, что она постоянно немного изменяется. Поэтому в основе успеха в трейдинге по системе лежит то, что я называю “свободно сидящим костюмом”. Мне не подойдет костюм, который так плотно облегает фигуру и так идеально на мне сидит, что если я наберу два фунта веса, то уже не смогу его носить».

Глава 9 Заключение

Тренды появляются и исчезают. То же происходит и с торгующими по тренду. Некоторые задерживаются дольше остальных.

– Эд Сейкота [250]

Александр Инайхен в своей книге «Absolute Returns» подчеркивает, что трейдинг – это игра. В этой игре нет других правил, кроме постоянных перемен. Однако очень важно, чтобы ваша карта в этой игре не была бита. Он выделяет три типа игроков:

- Те, кто знают, что участвуют в игре.
- Те, кто не знают, что участвуют в игре.
- Те, кто не знают, что участвуют в игре, но продолжают в ней оставаться [251] .

Если после получаса игры в покер вы еще не знаете, кто проиграл, значит, это вы. В этой книге описаны трейдеры, которые не знали о том, что участвуют в игре, и поэтому их карта была бита во время известных событий с LTSMи Barings. Здесь описаны трейдеры и инвесторы, которые не знали, что они участвуют в игре, и искали «Святой Грааль». Наконец, здесь описаны торгующие по тренду, которые знали, что участвуют в игре, и использовали свое конкурентное преимущество каждый раз, когда играли. Если вы знаете, что трейдинг – это игра, и хотите в ней участвовать, ваш выбор очевиден.

Медленное принятие

Если вы обеспокоены тем, что благодаря этой книге появится целое новое поколение торгующих по тренду и их деятельность на рынке негативно скажется на частоте возникновения, направлении и продолжительности трендов (равно как и на ваших возможностях получения прибыли), возьмите на заметку слова торгующего по тренду Кейта Кэмпбелла:

«Мы следуем трендам, а не создаем их. В начале или в конце крупного тренда мы можем вызвать некоторые незначительные колебания на рынке, но это исключительно поверхностный, временный эффект...» [252]

Кэмпбелл прав. Торгующие по тренду не создают тренд. Вспомните слова Ларри Харриса, приведенные в главе 3: трейдеры участвуют в игре с нулевой суммой по различным причинам. Не все играют, чтобы выиграть. Однако торгующие по тренду участвуют в игре с нулевой суммой именно для того, чтобы выиграть, и выиграть большую сумму. Такое отношение вызывает у многих людей страх и защитную реакцию. Чтобы следование тренду утратило свою эффективность, эти напуганные, занявшие оборонительную позицию люди должны коренным образом изменить свое поведение, а именно:

- **Отказаться от стратегии «покупай и держи»:** сторонникам фундаментального анализа (т. е. подавляющему большинству участников рынка) необходимо будет изменить свой подход к торговле. Им нужно будет отказаться от стратегии «покупай и держи» и начать торговать по тренду.

- **Открывать как длинные, так и короткие позиции:** большинство людей не открывают короткие позиции из-за страха, незнания или лени. Они торгуют только в длинных позициях.

- **Способствовать изменению стратегий ПИФов:** большинство паевых инвестиционных фондов придерживаются стратегии «покупай и держи». ПИФам необходимо будет изменить свой базовый подход к инвестированию.

- **Научиться управлению финансами:** большинство трейдеров не думают о том, сколько продавать или покупать. Они беспокоятся лишь о том, когда покупать, и редко задумываются над тем, когда продавать.

- **Исключить влияние на торговлю своих эмоций и самолюбия:** до тех пор, пока в процессе трейдинга участвуют люди, на рынке будут отражаться излишние эмоции и возникать тренды, на которых можно заработать.

Однако большинство инвесторов все еще больше устраивает текущее положение дел. Постоянная концентрация, самодисциплина и признание реальности такой, как она есть, – это слишком жесткие требования. Они скорее будут смотреть CNBC или

общаться на форуме Motley Fool, чем учиться тому, как правильно торговать.

Поиск виноватых

Торгующих по тренду иногда обвиняют в том, что они вносят на рынок сумятицу. Произошел ли обвал курса акции, лопнул ли биржевой пузырь или разразился скандал, во всем обвиняют успешных трейдеров. Никто никогда не винит маленькую старушку из Омахи, которая думала, что Drugstore.com заменит Walmart, и последовательно теряла накопленные за всю жизнь сбережения на падении акций доткомов. Никто не хочет нести ответственность за собственные потери, и кого же, как не победителей, обвинить в том, что «жизнь несправедлива». Вот предположительно те заблуждения, которые сделали из торгующих по тренду «плохих парней»:

- **Они торгуют деривативами:** подавляющее большинство сделок в рамках следования тренду осуществляется на срочных рынках. Мы все можем там торговать. Если все мы можем это делать, почему торгующие по тренду в этом одиноки?

- **Они используют «кредитный рычаг»:** никому не кажется странным, что жилые здания возводятся на фундаменте, на который необходимо зарезервировать 10 % суммы, предназначенной для строительства. Выдающиеся трейдеры используют инструменты, имеющиеся в их распоряжении, одним из которых является «кредитный рычаг».

- **Они создают панику на мировых рынках:** торгующие по тренду не создают тренды или панику на мировых рынках, они лишь реагируют на них.

- **Они не инвестируют. Они просто торгуют:** рынки предназначены для торговли, а не для инвестирования. Рынки вознаграждают победителей, а не проигравших.

- **История *Long Term Capital Management (LTCM)* показала, что даже лучшие трейдеры могут ошибаться:** история LTCM показала, что плохие трейдеры ошибаются. Торгующие по тренду в этой ситуации оказались на высоте [253].

Торгующие по тренду также весьма успешно зарабатывают на понижении рынка:

«Хедж-фонды всегда становились мишенью для прессы, если общество хотело найти виновных в волатильности на рынке. После кризиса, вызванного торговлей Сороса на рынке фунта стерлингов, крахом LTCM и кризисом ликвидности, пресса вынесла вердикт: во всем виноваты играющие на понижение. Тайно или открыто, многие сегодня считают хеджеров “плохими парнями”, или “ребятами, которые любят повеселиться”. Игра на понижение изображается как нечто постыдное и еще больше усиливающее колебания на рынке. Хеджеры – это не “плохие ребята”, манипулирующие рынками и воспринимающие происходящее как азартную игру; это высококвалифицированные менеджеры, обладающие особыми трейдерскими навыками, чье вознаграждение полностью зависит от результатов работы» [254].

Мнение о том, что «игра на понижение постыдна», само является постыдным. У рынка свои правила. Вы можете играть на повышение или на понижение. Всем игрокам эти правила известны.

Понимание игры

Хотите ли вы торговать сами, или доверить свои деньги торгующему по тренду, или управлять клиентскими средствами, или вы уже являетесь торгующим по тренду и имеете стабильную клиентуру, торговля в интересах других людей несет в себе

определенные сложности как для трейдера, так и для клиента. Джерри Паркер, например, считает, что торгующие по тренду могли бы лучше объяснять свою стратегию:

«Я думаю, одна из наших ошибок в том, что мы говорим о себе как об управляющих активами на рынках фьючерсов и тем самым мы сразу ограничиваем сферу своей деятельности. Ведь наша квалификация не ограничивается торговлей фьючерсами, она заключается в системном следовании тренду и разработке торговых моделей. Таким образом, мы можем следовать тренду на рынке китайского фарфора, или золота, или серебра, или фьючерсов на акции, или на любом рынке, на котором пожелает клиент. Нам необходимо применять глобальный подход к инвестированию и шире распространять наши знания и опыт торговли по системе. Люди чересчур скептически относятся к механическим торговым системам. Но наступит день, когда они убедятся, что системное следование тренду – это один из лучших способов ограничить риск и создать портфель, который с большой долей уверенности принесет доход. Мне кажется, мы неверно информируем наших клиентов о том, в чем действительно заключаются наши знания и опыт» [255].

В условиях непредсказуемости мира следование тренду – ваш лучший инструмент для управления риском и в конечном итоге неопределенностью. Это, правда, не облегчает задачу обучения данной стратегии. Ричард Деннис, например, столкнулся с определенными трудностями в своей карьере и в результате стал использоваться в качестве иллюстрации любых неудач, возникающих при следовании тренду. Однако критика следования тренду, основанная лишь на неудачах Денниса в управлении денежными средствами, упускает из виду динамику доходности Данна, Паркера, Кэмпбелла, Генри и других торгующих по тренду на протяжении последних 30 лет. У Денниса нет сомнений относительно уроков, которые необходимо было извлечь:

«Очевидно, я приучил клиентов к меньшему уровню риска, чем мог бы. и это, вероятно, отразилось на моем сегодняшнем отношении к риску. Легче торговать для самого себя, чем для других людей» [256].

Уменьшение кредитного рычага – снижение прибыли

Ученикам Ричарда Денниса с самого начала внушалось, что им нужно стараться заработать как можно больше денег. У них не было никаких ограничений, кроме необходимости стремления к большим прибылям. Они торговали по методу максимизации прибыли, пока находились под руководством Денниса. Однако позже, когда они начали самостоятельно управлять средствами клиентов, некоторые из них изменили свои методы торговли. Многие уступили требованиям клиентов об уменьшении уровня кредитного рычага, что в конечном итоге означало уменьшение прибыли. В результате динамика их доходности оказалась гораздо менее впечатляющей, чем у опытных торгующих по тренду.

Такие трейдеры, как Данн, Генри, Паркер и Сейкота, знают, что для получения значительной прибыли управляющий и клиент должны быть заодно. Билл Данн тверд в отношении необходимости согласия между ним и его клиентами:

«Разумеется, существует возможность снижения длины кредитного рычага и увеличения суммы капитала в обращении при меньшем уровне рычага. Это прекрасное решение, если клиент с вами согласен и вы получаете комиссию за управление с

величины капитала, а также поощрительную премию с суммы прибыли. Dunn Capital Management не взимает комиссии за управление ни с одного из своих клиентов. Поэтому нас волнует размер полученной прибыли» [257].

Вам может показаться надежным такой «сглаженный» вариант следования тренду, характеризующийся низкими показателями риска и прибыли, но настоящий выигрыш возможен только при использовании подхода Данна, предусматривающего высокий риск и значительную прибыль. И на месте Билла Данна, стремясь к высоким уровням риска и прибыли, вы были бы не так озабочены размером комиссии за управление, получаемой от ваших клиентов, поскольку ваша поощрительная премия с суммы абсолютной прибыли могла бы достигать фантастических показателей. Самое главное для клиента и финансового управляющего – это действовать сообща: «Доверительные управляющие часто говорят, что они управляют, преследуя долгосрочные цели, а действуют, чтобы удовлетворить краткосрочные пожелания своих клиентов, которые не дали себе труда разобраться, что для них означает следование тренду. Как бы ни пытались это объяснить и показать управляющие и регуляторы, окончательное решение – за клиентом».

Разумеется, вы можете предпочесть торговать по тренду сами и никогда не прибегать к услугам Билла Данна или Эда Сейкоты. В таком случае премия за хорошо выполненную работу достанется лично вам.

Удача любит смелых

Следование тренду – непростое занятие. Как любая предпринимательская деятельность, оно предполагает ответственность за свои решения, как подчеркивает Чарльз Фолкнер:

«Торговля по тренду, да и вообще трейдинг – это занятие не для каждого. Поскольку слишком немногие люди знают, что собой представляет повседневная жизнь трейдера, и в частности торгующего по тренду, я настоятельно рекомендую выяснять это прежде, чем принять на себя обязательства, меняющие вашу жизнь».

Что значит «обязательства, меняющие вашу жизнь»? Вы обязуетесь отказаться от желания все время быть правым. Большинству людей необходимо постоянно быть правыми. Они хотят, чтобы другие люди знали о том, что они правы. Им не нужен успех. Им не нужна победа. Им не нужны деньги. Им нужно лишь сознание собственной правоты. Победителям же в отличие от них нужна лишь победа.

Вы также обязуетесь быть терпеливым и верить в систему, которая не привязана к квартальным показателям доходности. Вы усердно набираетесь опыта. Богатый опыт – источник безошибочной интуиции. Вы обязуетесь рассматривать происходящее в долгосрочной перспективе и не чувствовать себя беззащитным в отсутствие стабильного потока доходов. В один год вы можете понести убыток 10 %. На следующий год ваши потери могут составить 15 %. А еще через год вы можете получить прибыль в 115 %. Если вы выйдете с рынка в конце второго года, вам никогда не получить доходов третьего года. Такова реальность.

Будучи торгующим по тренду, вы должны сделать выбор: торговать самостоятельно или позволить, чтобы за вас это делал профессиональный торгующий по тренду трейдер. Как у первого, так и у второго варианта есть свои преимущества и недостатки, и вы не сможете их оценить, пока не вступите в игру.

Послесловие

Если вы встретили человека, по-настоящему открытого для новых идей, значит, вы нашли подходящего кандидата на роль хорошего трейдера, и я сразу же увидел это в Брюсе.

– Майкл Маркус о Брюсе Ковнере

Билл Миллер и Легг Мэйсон

Первое издание «Следования тренду» вышло в свет в апреле 2004 г. Книга почти сразу произвела сенсацию, войдя в список 500 ведущих книг на Amazon.com. Благодаря успеху книги я вскоре познакомился с еще большим количеством профессионалов Уолл-стрит.

Позже, летом того же года, Ричард Криппс, директор по маркетинговой стратегии в Legg Mason, написал рецензию на «Следование тренду». Вслед за рецензией он пригласил меня в главный офис своей компании в Балтиморе пообедать с ним и его коллегой Тимоти Маккэнном. У нас была замечательная беседа о моей книге и о LeggMason Equity Compass – торговой системе для фондового рынка. По окончании беседы Ричард провел меня на один лестничный пролет вверх, к ничем не примечательной двери. Я не имел ни малейшего понятия о том, куда мы направляемся. Когда мы вошли в помещение, я с удивлением обнаружил, что оно полно молодых людей, которые, как я мог догадаться, были сотрудниками инвестиционных банков. Они слушали докладчика, выступавшего перед ними на трибуне. Майкл Мобуссин, директор по инвестиционной стратегии Legg Mason, улыбнулся и пригласил меня присесть. Я быстро узнал в докладчике Билла Миллера, известного управляющего фондом Legg Mason Value Trust, в ведении которого находились \$20 млрд. Показатели доходности Билла Миллера были на протяжении 14 лет подряд выше, чем по индексу S&P500.

Миллер продолжал свою речь еще несколько минут, а затем представил меня аудитории и пригласил на трибуну. До этого момента я и не догадывался, что меня попросят выступить. В течение следующего часа Миллер из одного конца зала и Мобуссин – из другого по очереди забрасывали меня вопросами о следовании тренду, управлении риском и техническом анализе. Продолжая быстро отвечать на вопросы, я понял, что аудитория состояла из людей, подготовка которых опиралась на фундаментальный анализ, однако очень любознательных и открытых для новых идей и концепций.

После выступления я поблагодарил Миллера за предоставленную возможность высказать свои идеи. Я спросил его, как он узнал о моей книге. Он ответил: «Я много читаю. Я облазил Amazon.com в поисках всевозможных книг. Случайно я наткнулся на вашу, купил ее, она мне понравилась – и я посоветовал всем своим коллегам в Legg

Masonтоже прочесть ее».

В этот момент я понял, что «Следование тренду» действительно популярно. Не в смысле продаж – я имею в виду, что если идеи, высказанные в книге, задели за живое Билла Миллера, значит, мне что-то удалось.

«Маг рынка» Ларри Хайт

То же любопытство, что в конечном итоге и породило «Следование тренду», подвигло меня лично познакомиться и взять интервью у еще большего количества трейдеров. И на протяжении первых пяти месяцев 2005 г. я беседовал, у них дома или в офисе, со многими величайшими в мире трейдерами, имевшими в доверительном управлении более \$10 млрд.

Немного времени спустя после знакомства с Биллом Миллером мне представилась возможность побывать дома у Ларри Хайта в Манхэттене и в его офисе на Парк-авеню. При содействии Ларри насчитывающая 200-летнюю историю лондонская компания ED & F Map, торговавшая сахаром, в 1990-е гг. превратилась в The Map Group, крупнейший на сегодняшний день хедж-фонд в мире, под управлением которого находится \$42 млрд. Главным фактором роста Mapстало применение концепции риск-менеджмента, разработанной Ларри и названной им «Асимметричный рычаг» («Asymmetrical Leverage»), или ASL.Для The Map GroupХайт основал «гарантийный фонд», предлагающий инвесторам норму прибыли выше среднерыночной, при этом часть клиентских денег вкладывается в бескупонные облигации, чтобы защитить капитал клиентов.

Беседовать с Ларри в его гостиной, есть суши в одном из его любимых ресторанов и обсуждать с ним радости делового мира было настоящим удовольствием. Однако лишь позднее в его офисе, когда Ларри, стоя у доски, объяснял мне ряд базовых принципов «Асимметричного рычага», я по-настоящему понял его.

Он объяснил, что попытки предсказать точные пределы роста или падения рынка бесполезны. Затем он спросил у меня: «В чем ценность совершенного знания? Что, если бы мы знали цены, которые к концу года установятся на всех рынках, с которыми мы работаем?» И он рассказал мне о проведенном им эксперименте: «В попытке ответить на этот вопрос мы обратились к нашим базам данных и посмотрели, какие цены наблюдались 31 декабря такого-то года. Мы спросили себя: зная это заранее, какой уровень кредитного рычага в начале этого года, т. е. 1 января, мы бы использовали, чтобы получить максимальную прибыль? Мы поняли, что, даже будучи совершенно уверенны в конечных ценах, мы бы не установили длину “рычага” больше, чем 3 к 1, поскольку мы не могли бы предвидеть заранее динамику цен в течение года».

К счастью, я знал, к чему ведет Ларри, но я был уверен, что большинство людей он заставляет задуматься при помощи именно этой истории. Однако главный урок, который можно извлечь из общения с Ларри, касается проблемы выбора. Ларри ознакомил меня с выдержкой из одного из своих выступлений, где сказанное действительно задевает за живое:

«Жизнь состоит из ситуаций выбора, а выбор – это не более чем вопрос и ответ на него. На самом деле нет никакой разницы между вопросами: сделать ли мне еще одну

ставку в блэкджек или стоит ли мне садиться в этот несущийся на полной скорости автобус, который к тому же сильно кренится набок? В каждом выборе присутствуют две универсальные категории: совокупность возможных исходов и единственный исход, который фактически имел место. Ежедневно мы проходим через сотни, если не тысячи, ситуаций выбора, важных и не очень, одни из них мы тщательно обдумываем, а в других действуем по первому побуждению. Подавляющее большинство этих последних ситуаций, маленьких жизненных авантюр, в которых решения принимаются без раздумий, обычно представляют собой тривиальные, повседневные дела. «Завязать ли мне шнурки на ботинках?» – этот вопрос, очевидно, не несет в себе ни большого риска, ни возможного большого вознаграждения. В то же время другие решения, такие как ранее упомянутая ситуация с автобусом, могут оказать гораздо более существенное влияние на нашу жизнь. Тем не менее, если вы однажды утром предпочтете не завязывать шнурки и упадете, переходя дорогу, когда наконец решите не садиться в этот накренившийся автобус, предоставив ему ехать своей дорогой, пожалуй, оглядываясь назад, тривиальное решение внезапно представится наиважнейшим».

По сей день я не могу понять, почему большинству людей так тяжело мыслить категориями вероятности. С другой стороны, немногие из них имели такого разумного учителя, как Ларри Хайт.

Неэффективные рынки

Как известно всем авторам, особенно начинающим и неизвестным, пишушим о довольно непонятных вещах, таких как следование тренду, нужно потратить немало времени на то, чтобы заинтересовать читателей своей книгой. Поскольку я в точности соответствую определению «начинающего неизвестного автора», это как раз то, чем я занялся, не представляя, будет ли продано 10 или 10 000 экземпляров «Следования тренду». К моей радости, книга разошлась тиражом в десятки тысяч экземпляров и была переведена на невероятное количество языков. Однако я вскоре обнаружил, что успех книги стал причиной заблуждений относительно стратегии и доходности торгующих по тренду. После каждого прогноза о крахе следования тренду, обычно в виде рецензии на книгу, статьи в прессе или интервью, я пытался внести ясность в ситуацию.

Я всегда начинал с предпосылки, создающей больше всего заблуждений, – с гипотезы об эффективности рынка. Суть этой гипотезы в том, что невозможно получить преимущество на рынке, лучший способ получить прибыль – это ориентироваться на какой-либо целевой показатель или индекс. Приверженцы гипотезы эффективности рынка утверждают, что, поскольку рынки эффективны, а цены полностью отражают всю информацию, трейдерам, последовательно получающим сверхприбыль, это удастся благодаря удаче, а не умению. Разумеется, в реальном мире существуют эффективные и неэффективные рынки, при этом некоторые более эффективны, чем другие. В реальном мире есть трейдеры, которым удастся получать высокую рыночную маржу, и многие из них торгуют по тренду.

Однако успешная торговля по тренду не означает, что каждый год будет

прибыльным. В 2004 и 2005 гг. наблюдались типичные для следования тренду уменьшение и восстановление капитала.

Что в глазах торгующих по тренду оправдывает терпение, дисциплину и оценку успеха в долгосрочном периоде? В конечном итоге это, вероятно, получение прибыли, но, кроме того, это также понимание и высокая оценка научного метода. Подобно тому как ученые начинают с гипотезы, торгующие по тренду начинают со взгляда на мир под определенным углом. Они, в отличие от многих, видят мир состоящим из трендов. Сталкиваясь со всевозможными рыночными ситуациями, строго двигаться намеченным курсом – вот философская основа следования тренду. И все же, если подход настолько прост (и выгоден), почему умные и разбирающиеся в рынке люди продолжают неправильно понимать эту стратегию?

Недавно я получил электронное письмо от одного скептика, который признается, что *«...постоянная волатильность и периоды снижения величины капитала, характерные для следования тренду, делают эту стратегию неприемлемой, по крайней мере для меня».*

Действительно, следование тренду неприемлемо для тех, кто не в силах смириться с убытками или волатильностью. Торгующие по тренду считают, что, если вы пытаетесь избежать волатильности и убытков, вы также избегаете крупных прибылей. Такие взгляды могут казаться опасными для тех, кто более надежным считает применение в трейдинге менее рискованных, в представлении большинства, методов. Я проводил интервью со многими выдающимися трейдерами, и мы недоумевали, почему следование тренду так много критикуют из-за периодического снижения величины капитала (который затем довольно быстро восстанавливается), явно игнорируя при этом спады на фондовом рынке в целом. Такому пристальному вниманию к периодам сокращения размера капитала следование тренду, возможно, обязано опубликованной в декабре 2004 г. в «Financial Times» весьма вольной рецензии Филипа Коггана на мою книгу:

«Возможно, что стратегии, основанные на сигналах, могут быть эффективны. Научные исследования допускают наличие их определенного успеха в краткосрочном периоде, хотя они и предполагают возвращение к прежнему состоянию в долгосрочном периоде».

«Возможно, что стратегии, основанные на сигналах, могут быть эффективны»? Неужели результаты Джона Генри, Дэвида Хардинга, Джерри Паркера, Ларри Хайта, Джорджа Грэппла, Кена Тропина, Салема Абрахама, Дайнеша Десаи, Поля Рабара, Луиса Бэкона, Брюса Ковнера и Билла Данна (я называю лишь немногих) ничего не значат? Я всегда буду доверять фактическим результатам этих людей больше, чем «научным исследованиям» и «допущениям». Нельзя спорить с достоверными данными – несмотря на то, что я знаю много людей, которые пытаются это делать. Данные в месячной динамике станут моментом истины для каждого. Вы говорите, что хотите больших денег? Готовы ли вы иметь дело с реальностью, которую нам открывает динамика доходности?

Рассмотрим, например, следующий комментарий из письма торгующего по тренду Салема Абрахама к своим инвесторам:

«Наши исследования позволяют нам выбрать торги, шансы в которых

складываются в нашу пользу. Однако требуется время, чтобы доказать, что шансы действительно благоприятны для нас. Статистика, приведенная ниже, это подтверждает:

Доля прибыльных дней в нашей торговле: 54 %.

Доля прибыльных месяцев в нашей торговле: 56 %.

Доля прибыльных 3-месячных периодов в нашей торговле: 64 %.

Доля прибыльных полугодий в нашей торговле: 77 %.

Доля прибыльных лет в нашей торговле: 92 %.

Доля прибыльных 2-летних периодов в нашей торговле: 100 %.

У нас нет магического хрустального шара, поэтому мы не знаем, когда закончится текущий убыточный период. Однако, оглядываясь назад, мы видим, что раньше мы уже переживали подобные периоды и не только выжили, но и преуспели».

Вы можете сказать, что в конечном итоге весь трейдинг состоит из снижения и восстановления величины капитала. Эти жизненные явления регулярно возникают в практике выдающихся трейдеров, торгующих по тренду. Хотим ли мы, чтобы эти «американские горки» были более плавными? Возможно, но нам приходится иметь дело с реальным миром, а он характеризуется неопределенностью и волатильностью.

Господство заблуждений в отношении следования тренду

Мои интервью с великими трейдерами также подтвердили мою давнюю и не раз высказанную мысль о том, что является главной причиной заблуждений в отношении стратегии следования тренду. Они напрямую связаны с привычным и потому единственно удобным подходом к рынкам, принятым в трейдерской и инвестиционной среде, – фундаментальным анализом. Трейдеры и инвесторы, придерживающиеся этого подхода, считают, что единственный способ добиться успеха на рынке – это собрать максимально возможный объем информации. Им интересны новости, CNBC, Джим Крамер, отчеты об урожае, слухи об ОПЕК, размер обуви Гринспена – они верят, что вся эта посторонняя информация поможет им принять трейдерские решения, которые принесут им прибыль. Торгующие же по тренду, которые по натуре являются техническими трейдерами, говорят: «Довольно!». Рыночная цена – это лучший источник информации о направлении движения рынка, поскольку она представляет собой голоса всех участников рынка в совокупности. Подумайте об этом – чему еще по-настоящему можно верить, если не рыночной цене?

Для прояснения некоторых заблуждений о следовании тренду, возможно, будет полезно рассмотреть аргументы некоторых критиков этой стратегии. В рецензии на «Следование тренду» на инвестиционном сайте Welling@Weeden Питер Деотерис сузил круг торгующих по тренду до Джона Генри и Эда Сейкоты, ошибочно назвав их «парой трейдеров, торгующих биржевыми товарами». Сообщество торгующих по тренду едва ли ограничивается лишь Джоном Генри и Эдом Сейкотой. Существует множество успешных трейдеров, торгующих по тренду, и большинство из них оперируют на рынках акций, валюты, облигаций и биржевых товаров. И потом, что подразумевается под словами «биржевые товары»? Слишком многие ассоциируют термин «биржевые товары» с высоким риском, забывая, однако, при этом, что все методы торговли

рискованны. Главное – понять, в чем заключается риск каждого подхода к трейдингу и как ежедневно действовать в условиях этого риска.

Деотерис также закрепляет миф о том, что торгующие по тренду пытаются прогнозировать значимые события на рынке:

«...здесь мы в значительной мере наблюдаем в действии повторение истории ревизионизма... обращение к ряду событий, имевших место в прошлом, для обоснования различных позиций в трейдинге. Однако когда эти позиции открывались, они были основаны на логических предпосылках и уровне риска, которые в момент их открытия часто были совершенно иными».

Как сейчас известно любому, кто прочел «Следование тренду», торгующие по тренду открывают позиции на рынке, не имея ни малейшего понятия о том, какие события или кризисы произойдут на рынке. Они открывают позиции в соответствии с динамикой рынка. Путеводной звездой для них является цена. То, что именно эти незначительные, лишь только зарождающиеся ценовые тренды перерастут в крупные, которые приведут к значительным событиям на рынке, никто не может заранее предвидеть.

Другим источником заблуждений является то, что стратегия следования тренду опирается на технический анализ, основанный на ответной реакции. Так, например, одна из форм технического анализа предполагает «чтение» графиков динамики цен, чтобы предугадать дальнейшее направление развития рынка. Совершенно иная разновидность технического анализа, которая и практикуется торгующими по тренду, основана на ответной реакции на движения рынка, когда бы они ни произошли. Хотя в главе 1 я подробно останавливаюсь на разнице между этими двумя подходами, мне все же приходится снова и снова объяснять это различие сбитым с толку инвесторам и трейдерам. Торгующие по тренду с превеликой радостью соглашаются с тем, что их метод ценового анализа никогда не позволяет им войти в рынок в низшей точке тренда или выйти в его высшей точке.

Однако именно это и оказывается весьма сложным для понимания большинства рыночных игроков. Например, когда зимой 2004 г. Citigroup в качестве меры по снижению издержек полностью сократила группу сотрудников, занимавшихся техническим анализом, и за счет этого расширила подразделение фундаментального анализа, СМИ жадно набросились на идею о том, что техническому анализу пришел конец. Незамедлительно я начал получать электронные письма с вопросом, правда ли, что технический анализ изжил себя.

Настоящий вопрос, связанный с увольнениями в Citigroup, заключается не в том, почему они заменили технический анализ фундаментальным, а в том, какую форму технического анализа они преимущественно использовали. Это определенно не был применяемый торгующими по тренду анализ динамики цен. И тем не менее единственный вывод, который люди вынесли из действий Citigroup, – это полная дискредитация технического анализа.

Реакция СМИ на такие события, как увольнения в Citigroup, поощряется финансовыми «экспертами», создавшими себе репутацию на рыночных прогнозах. Джеймс Альтучер, ученик Виктора Нидерхофера и сегодня популярный автор работ в области финансов, недавно опубликовал статью о следовании тренду. Статья вызвала

массу откликов. Один торгующий по тренду написал мне:

«Джон Генри и ему подобные открыто заявляют о рискованности своей инвестиционной стратегии, в то время как некоторые посредственные хеджеры проводят ночи без сна, опасаясь, как бы никто не вычислил, какой уровень риска они на самом деле используют. Большинство из них даже сами себе не признаются в том, каков их истинный уровень риска!»

Но как насчет стратегий с предположительно «низким уровнем риска», наподобие РИРЕили скрытых форм арбитража? Торгующий по тренду Джейк Кэррикер написал мне о том, что он думает на этот счет:

«Какой замечательный новый способ избежать потерь: торговать инструментом с такой низкой ликвидностью, что для него практически не существует рынков, если не возникнут особые обстоятельства. Так гораздо удобнее делать вид, что уровень риска очень низок. Если мне будет нужно установить свою собственную биржевую котировку для какого-либо ежедневно торгующегося инструмента, между моими ценами продажи и покупки, я могу создать бесконечный коэффициент Шарпа на тот период, пока я его продаю дороже, чем купил. Единственная ситуация, когда мне придется столкнуться с действительно большим риском, будет иметь место, если цена на актив достигнет такого уровня, что мне придется ликвидировать свою позицию с большим убытком. В этом случае моя стратегия уже не кажется столь безрисковой».

Получив немало отзывов от читателей, я понял, что некоторым из них кажется, что я уделил недостаточно внимания описанию периодического снижения величины капитала при следовании тренду. И тем не менее я достаточно ясно выразился в главе 3. Бесплатных обедов не существует. Вы можете как заработать, так и потерять деньги. Для того чтобы получать большую прибыль, нужно смириться с болезненными периодами потерь. Кто не рискует, тот не выигрывает. Зато как часто вы слышали о падении индекса NASDAQна 60 % после того, как лопнул фондовый пузырь 5 лет назад?

Если необходимо еще доказательство, оно имело место несколько месяцев назад. Я позвонил одному ведущему торгующему по тренду. Его фирма больше не публикует отчеты о доходах, но продолжает зарабатывать миллиарды. Я никогда раньше не общался с этим человеком, и он не упомянут в этой книге. Сначала он не слишком охотно шел на контакт. «Как вы меня нашли? Зачем вы звоните?» Однако он обладал хорошим чувством юмора, хотя сразу же сказал, что не хочет, чтобы его цитировали в печати. Наша беседа длилась 45 минут.

Его взгляды:

- Он считает, что немало событий, подобных произошедшему с Long Term Capital Management, уже на подходе. Он посоветовал взглянуть на финансовые показатели арбитражеров. Он обратил внимание, что на протяжении последних 4 лет арбитражеры все увеличивают кредитный рычаг, получая все меньше и меньше прибыли («слишком большой рычаг»). Он добавил: «Они думают, что нашли “Ключ к Ребекке” [258], а на самом деле они не нашли ничего».

- Он признал, что его фонд, управляющий более чем миллиардом долларов, оказался на стороне победителей, когда LTSM понесла потери в игре с нулевой суммой: «Мы оказались в выигрыше... они как будто сами искали неприятностей... сегодня, 7

лет спустя, риски стратегий такого типа все так же высоки».

• Инвестиционные банки Уолл-стрит хотят видеть в своем штате лишь 35-летних трейдеров. Как только тебе исполняется 50, ты им больше не нужен. Что он хочет этим сказать? Уолл-стрит игнорирует опыт таких трейдеров, как Ричард Дончиан, торгующий в возрасте более 90 лет. Я знаю выдающихся трейдеров, торгующих по тренду, в возрасте 30–70 лет.

Обманчивый термин «хедж-фонды»

В июне 2005 г. агентство Reuters все еще неверно интерпретировало связь торговли по тренду со стремительно взлетевшей ценой на нефть:

«СИНГАПУР, 20 июня (Reuters) – в понедельник цены на нефть взлетели вверх, превысив исторический максимум в \$59 за баррель. Таким образом, продолжился наблюдавшийся на прошлой неделе быстрый рост, вызванный угрозами в адрес консульств стран Запада в государстве – члене ОПЕК Нигерии, что явилось новым ударом для трейдеров, и без того обеспокоенных снижением объемов поставок. Цены на нефть в течение прошлой недели возросли более чем на 9 %, или почти на \$5, превысив предыдущий пиковый уровень начала апреля, что уменьшило интерес к покупке со стороны хеджевых фондов, торгующих по тренду».

Помимо распространения заблуждения о том, что торгующие по тренду «подтолкнули» рыночную цену на нефть к уровню \$60, Reuters продемонстрировало «новую» тенденцию в СМИ к комбинированию словосочетаний «торгующие по тренду» и «хеджевые фонды». Я совершенно уверен, что термин «хеджевые фонды» просто сейчас в моде. Даже если они не уверены, что собой представляет хедж-фонд и чем он занимается, это слово, кажется, обязательно для использования журналистами, стремящимися увековечить свои фразы.

Вероятно, в этом случае использование словосочетания «хеджевые фонды» больше запутывает, чем помогает. Futures Magazine пишет: «Хеджевые фонды должны быть переименованы, возможно, в “фонды чего угодно”, – только не хеджирования» [259]. Хедж-фонды зарабатывают деньги не при помощи хеджирования. Они зарабатывают их путем спекуляции. Они принимают на себя риск, и, если все получается, вознаграждение не заставляет себя долго ждать. У различных хедж-фондов существует огромное количество торговых стратегий.

Но как же тогда можно определить торгующих по тренду? Деятельность многих из них регулируется федеральным правительством США, и Комиссия по срочной биржевой торговле (CFTC) присваивает им звание консультантов по товарной торговле (СТА). Однако термин СТА неверен. Он неточно описывает трейдеров, торгующих по тренду, имеющих позиции в акциях, облигациях, валюте и энергетических активах. Спросите Билла Данна о том, можно ли его называть СТА, и он ответит, что он финансовый управляющий. Вот описание, точно отражающее то, чем занимаются эти трейдеры. Я предлагаю обходиться без выражений «хеджевые фонды», «консультанты по товарной торговле» и других расплывчатых отвлеченных терминов. Давайте просто называть людей, торгующих на бирже для клиентов, «финансовыми управляющими», не забывая о том, что у различных финансовых управляющих

существуют различные трейдерские стратегии.

Однако даже если мы договоримся о том, что считать хедж-фондом, пресса, придерживающаяся господствующих тенденций, все же упорно обвиняет финансовых управляющих во всех смертных грехах. Достаточно рассмотреть следующий отрывок, в котором нагнетается «страх перед этими мерзкими хедж-фондами»:

«Long Term Capital Management был не первым хеджевым фондом, серьезно себя дискредитировавшим, но именно о нем всегда вспоминают в периоды нестабильности на рынке. Нестабильный рынок – это рынок, развивающийся хаотично, на котором отсутствует какое-либо направление. Следствием этого является неопределенность, которая неизменно заставляет трейдеров, инвесторов, аналитиков и всех прочих участников рынка беспокоиться о его грядущем падении. Когда это происходит, людям нужен “злодей”, которого можно обвинить в нависшей катастрофе. Сегодня, когда нет других очевидных кандидатов на эту роль, подозрение, как правило, падает на хеджевые фонды. Управляемые менеджерами, получающими запредельные зарплаты, эти фонды, аккумулировавшие огромные объемы частного капитала, используют огромные кредитные рычаги; на их долю приходится большая часть современного рынка. Однако ввиду того, что хедж-фонды по большей части не подпадают под регулирование и на них, в отличие от участников, оперирующих в других сегментах рынка, не распространяются правила об обязательном раскрытии информации, многое из того, чем они занимаются, остается загадкой. В периоды нестабильности это заставляет людей нервничать» [260].

Выдающиеся трейдеры в такие периоды не сидят без дела. Эти люди берут на себя ответственность и ставят перед собой цель контролировать то, что возможно. Не в вашей власти контролировать продолжительность периода колебаний на рынке или длительность тренда, но зато вы знаете, как вести себя в той и другой ситуации. Вы не можете устранить неопределенность, но зато вы знаете, что делать в этом случае. Очень немного из того, чем занимаются успешные торгующие по тренду, – загадка, но, если вы слепо принимаете на веру состоящий из вечных претенциозных фраз и призывов «обвини другого» язык армии журналистов Уолл-стрит, я могу себе представить, как сложно может быть это понять.

Заключительные размышления

Том Роллингер, мой друг, работающий в сфере хеджирования, этой весной помог мне получить приглашение на конференцию по инвестициям в Ла-Джолле, в Калифорнии, одним из спонсоров которой являлась Altegris Investments, Inc. Altegris, которая разместила более \$1 млрд средств своих клиентов среди различных финансовых управляющих, торгующих фьючерсами, объединенных фондов по торговле биржевыми товарами и хедж-фондов, в том числе значительные суммы – среди торгующих по тренду. Как только я прибыл на конференцию, Том познакомил меня с президентом и исполнительным директором Altegris Джоном Сандтом. Слова Джона на конференции попали в самую точку. Он заявил:

«Может ли хороший трейдер обладать высоким уровнем мастерства, но не иметь благоприятной возможности заработать? Может ли плохой трейдер ничего не уметь,

но при этом иметь сотни возможностей заработать? Ответ в обоих случаях положительный. В краткосрочном периоде большое значение для трейдеров имеет удача. Всегда будут какие-то ребята, получившие за один год огромную прибыль, но устойчивое преимущество проявляется лишь с течением времени».

На что обращает внимание Джон? Он хочет, чтобы вы задумались о том, что произойдет, если плохому, ничего не умеющему трейдеру наконец перестанут предоставляться благоприятные возможности. Если вы не хотите прислушаться к его мудрым словам, в конечном итоге это болезненно скажется на размере вашего трейдерского счета.

Всегда будут критики, и всегда будут люди, ведущие за собой других. Я же, однако, нахожу утешение в показателях доходности. А показатели доходности торгующих по тренду говорят о многом. Неважно, сколько людей согласятся или не согласятся с тем, что написано в этой книге, но доходность создает картину, которую вы можете принять или отрицать, – это ваш выбор.

Введение в приложения

Представленные вашему вниманию приложения – это не просто «добавочный» материал. Это не просто записи об исследованиях. Каждое из приложений привносит дополнительную ценность и проясняет основной текст. Внимательное изучение всех шести приложений позволит получить еще лучшую подготовку в области следования тренду.

Приложение А. Краткосрочный трейдинг: краткосрочный трейдинг сложен, но возможен. «Маги рынка» Джим Саймонз и Тоби Крэйбл действительно получают прибыль, торгуя в краткосрочном периоде, однако Эд Сейкота предлагает хорошее описание сложностей такого вида торговли для среднего участника рынка.

Приложение В. Личные качества успешных трейдеров: понимание роли личных качеств и свойств характера, необходимых для удачного трейдинга может быть весьма важно.

Приложение С. Модели следования тренду: Пол Малвени из Mulvaney Capital Management представляет полезную наглядную модель торговли по тренду.

Приложение D. Пример торговой системы из Trading Recipes: Боб Спир, автор программного обеспечения Trading Recipes, представляет образец торговой системы следования тренду.

Приложение Е. Современный портфель и управляемые фьючерсы.

Приложение F. Ключевые вопросы к торговой системе: понимание ключевых вопросов, на которые необходимо ответить, чтобы ваша система следования тренду была успешна.

Приложение А Краткосрочный трейдинг

Эда Сейкоту недавно спросили на сайте Seycota.com:

«Я начинающий трейдер, торгующий по тренду, и хотел бы у вас спросить, по какому графику вы предпочитаете определять возникновение на рынке тренда? С

дневной, недельной, годичной или часовой динамикой?»

Эд ответил на это:

«Хм... в вашем списке, кажется, отсутствует возможность выбора минутной, секундной и миллисекундной шкалы. Если вам нужна по-настоящему высокая частота, вы можете торговать с частотой видимого светового излучения, которое проходит один цикл в течение 10–15 секунд. Торговля с частотой гамма-лучей, проходящих один цикл за 10–20 секунд, требует применения дорогостоящего оборудования, в то время как видимый свет можно увидеть невооруженным глазом. Хотя лично я не знаю ни одного трейдера, торгующего в краткосрочном периоде, который утверждал бы, что получает прибыль, торгуя с такой частотой. Вообще же торговля с высокой частотой обычно ведет к снижению потенциального дохода, а транзакционные издержки при этом не уменьшаются. Если при торговле вы будете опираться на график цены с достаточно протяженной временной шкалой, возможно, транзакционные издержки станут для вас менее значимым фактором, – речь идет о чем-то вроде графика цены с ежедневной динамикой, рассмотренного в одно- или двухлетней ретроспективе».

Я согласен с разумным ответом Эда по сути проблемы, однако он не утверждает, что краткосрочный трейдинг невозможен. И действительно, существуют трейдеры, торгующие по системе в более краткосрочном периоде и получающие довольно неплохую прибыль (например, Тони Крэйбл и Джим Саймонз). Они бы согласились с Эдом, что их стилю в торговле нелегко подражать. Чем короче временной период, в котором вы оперируете, тем лучше вам нужно действовать и тем более феноменальные показатели доходности и сложные, многофакторные системы вам необходимы. Использование механического подхода в краткосрочном периоде – это совсем не то, что следование тренду, но это стиль, в котором лишь немногие избранные достигли высочайшего уровня мастерства.

Приложение В Личные качества успешных трейдеров

Мы благодарны Бретту Стинбаргеру:

«В своей книге “The Psychology of Trading” я описал личные качества, которые обычно отличают успешных трейдеров от их менее успешных коллег. Некоторые из этих качеств также, как правило, влияют на то, какого успеха достигнут трейдеры, применяя стратегию следования тренду. Ниже приведено несколько вопросов для самооценки, которые могут быть полезны для определения того, сможете ли вы справиться с особенно сложными задачами при торговле по тренду. Пожалуйста, ответьте “да” или “нет” на каждый из этих 12 вопросов, прежде чем продолжать торговать:

1. Когда тенденции на рынке оборачиваются против вас, вы часто даете выход своему разочарованию?

2. Вам нравятся (или нравились в детстве) американские горки и другие возбуждающие аттракционы?

3. Вы часто день за днем откладываете работу на потом?

4. Подвержены ли вы резким перепадам настроения – иногда оно у вас быстро поднимается, а иногда – быстро ухудшается?

5. Вы обычно предпочитаете пойти прогуляться и повеселиться с друзьями, чем остаться дома наедине с хорошей книгой или фильмом?

6. Вы часто извиняетесь перед другими людьми из-за того, что забыли сделать что-либо, чего от вас ожидали?

7. Обычно вы взвинченны, напряжены или находитесь в состоянии стресса?

8. Если вам будет предложен выбор, вы скорее предпочтете экзотические блюда, которые раньше никогда не пробовали, традиционной пище?

9. Когда вам нужно что-то сделать по дому, вы скорее сделаете это быстро и не очень аккуратно, чем тщательно и старательно?

10. После неудачных торгов вы часто чувствуете себя виноватым или занимаетесь самобичеванием?

11. Пробовали ли вы когда-нибудь в жизни или принимали регулярно два или более клубных наркотика (кроме алкоголя)?

12. Часто ли вы опаздываете на запланированные вами встречи или мероприятия?

Если вы ответили “да” на большую часть или все вопросы 1,4, 7 и 10, у вас, скорее всего, сильно развита черта характера, называемая “невротичность”. Невротичность отражает склонность к отрицательным эмоциональным переживаниям и проявляется в виде гнева, тревоги или депрессии.

Если вы ответили “да” на большую часть или все вопросы 2,5, 8 и 11, у вас, вероятно, сильно развита такая черта характера, как открытость к восприятию нового. Открытость отражает склонность к поиску новых ощущений и риску.

Если вы ответили “да” на большую часть или все вопросы 3,6, 9 и 12, у вас, скорее всего, слабо развито такое качество, как добросовестность. Добросовестность показывает, насколько человек верен чувству долга, ответствен и надежен.

В то время как другие характеристики не имеют значения, человек, обладающий идеальными личностными качествами для следования тренду, должен быть очень добросовестным и иметь при этом низкую степень невротизма и открытости к восприятию нового. Хороший трейдер, торгующий по тренду, будет неукоснительно следовать правилам и указаниям системы (добросовестность), не будет проявлять импульсивность при вхождении на рынок и выходе с него, руководствуясь эмоциональными порывами (невротичность), и будет торговать ради прибыли, а не каких-либо иных стимулов (открытость). Мой опыт показывает, что некоторые из лучших торгующих по системе трейдеров – очень сдержанные люди. Они тщательно и добросовестно относятся к своим исследованиям и эффективности торговли и не позволяют эмоциям или потребностям нарушить их дисциплину.

В противоположность им люди, склонные к высокому риску и жаждущие новизны, поощрения и действия, часто рискуют импульсивно и опрометчиво. Очень часто в результате ряда убыточных высокорисковых торгов проявляется нервное возбуждение. Такие люди торгуют ради чувства приятного волнения и поднятия самооценки, а не только ради прибыли. Даже если предоставить в их распоряжение проверенную, эффективную торговую систему, они не смогут честно следовать ее указаниям.

Системные трейдеры зачастую концентрируют свое внимание и энергию на

определении оптимальных параметров для прибыльности системы. Так же важно подобрать торговую стратегию, соответствующую личным характеристикам трейдера. Те, кто мало расположен к риску, могут торговать в течение более коротких периодов времени и открывать меньшие по величине позиции, чем люди, терпимые к риску. Трейдеры, имеющие большую потребность в новизне и поощрении, могут получать более высокую прибыль, торгуя различными активами и/или на различных рынках одновременно, нежели ограничившись относительно узкой сферой деятельности. Есть ли люди, особенно неподходящие для трейдинга? Я бы сказал, что да, так же как существуют люди, не созданные для того, чтобы быть летчиками-истребителями или хирургами. Сложно себе представить трейдера, стабильно торгующего успешно, однако не способного дисциплинированно относиться к риску.

Далеко не редкость – встретить трейдеров, терпящих убытки, применяя стратегию следования тренду, поскольку на рынке они дают выход своим неудовлетворенным личным потребностям. Одна из лучших возможных трейдерских стратегий – это поиск удовлетворения потребностей во внимании и любви, достижениях, самоуважении, душевном равновесии и возбуждении за пределами рынка. Иногда трейдеры, с которыми я общаюсь, пытаются произвести на меня впечатление, говоря, что трейдинг – это вся их жизнь. Они не понимают, что их чрезмерная “страсть” и “одержимость” по отношению к рынкам скорее всего навредят им, поскольку влекут за собой излишнее давление и вмешательство. Если у вас есть торговая система и вы добросовестно следуете ее указаниям, трейдинг должен быть довольно скучным и рутинным занятием. Лучше вы будете наслаждаться американскими горками в свободное от торговли время, чем их будет напоминать кривая вашей доходности!»

Бретт Стинбаргер, доктор философии, доцент кафедры психиатрии и поведенческих наук в Северном медицинском университете Университета штата Нью-Йорк в Сиракузах. Он также активно торгует на бирже и время от времени публикует статьи по рыночной психологии на финансовом сайте сети Microsoft (MSN) (www.moneycentral.com). Многие статьи и информацию о торговых стратегиях доктора Стинбаргера можно найти на его интернет-сайте www.brettsteenbarger.com.

Приложение С Торговые модели следования тренду

Пол Малвени, директор по информационным технологиям Mulvaney Capital Management, Ltd., предоставил следующие наглядные модели следования тренду (графики С.1 и С.2):

По Малвени, график С.1, напоминающий хоккейную клюшку, иллюстрирует, каким образом классические модели следования тренду генерируют платежи, аналогично длинным опционным позициям. Из теории опционов известно, что ценность опциона обусловлена событиями с низкой вероятностью и большим значением. Диагональная линия направлена вверх к бесконечности. Торгующие по тренду не прогнозируют амплитуду ценовых колебаний, а стремятся воспользоваться значительными, существенно превышающими среднюю величину изменениями цен в течение длительных периодов времени. Горизонтальная линия изображает

ограничение риска при помощи «стоп-сигнала» и может быть сравнена с уплатой ограниченной суммы премии за опцион.

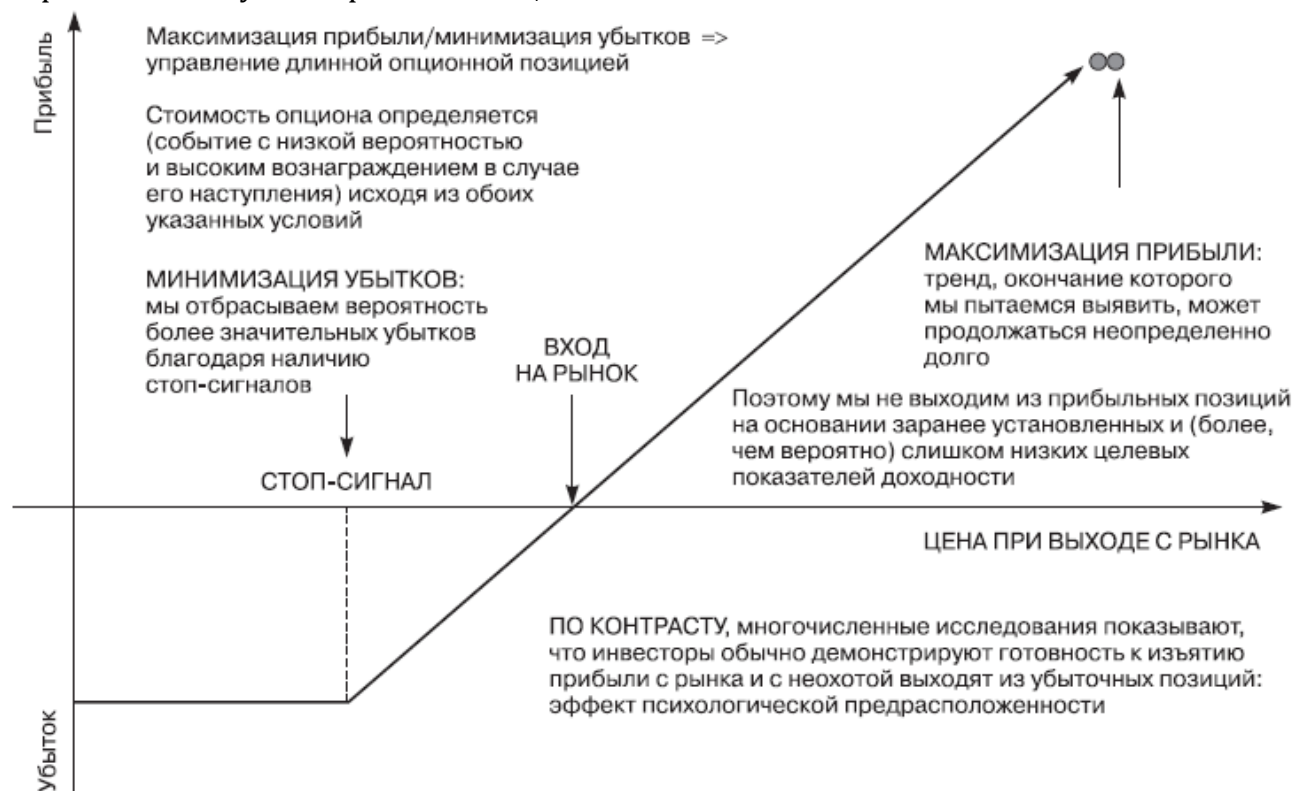


График С.1. Механизм генерирования платежей в классических моделях следования тренду (Источник: Mulvaney Capital Management Ltd.)

Малвени отмечает, что следование тренду не опирается на однонаправленную позицию на единственном рынке в отличие от стратегии «покупай и держи». Одна модель следования тренду содержит в себе множество источников прибыли, адаптируясь к любой ситуации на рынке. Как видно из приведенного выше графика прибылей и убытков Mulvaney Capital Management (график С.2), типичный портфель торгующего по тренду хорошо диверсифицирован, что позволяет трейдеру зарабатывать на тенденции к периодическому возникновению трендов на рынке.

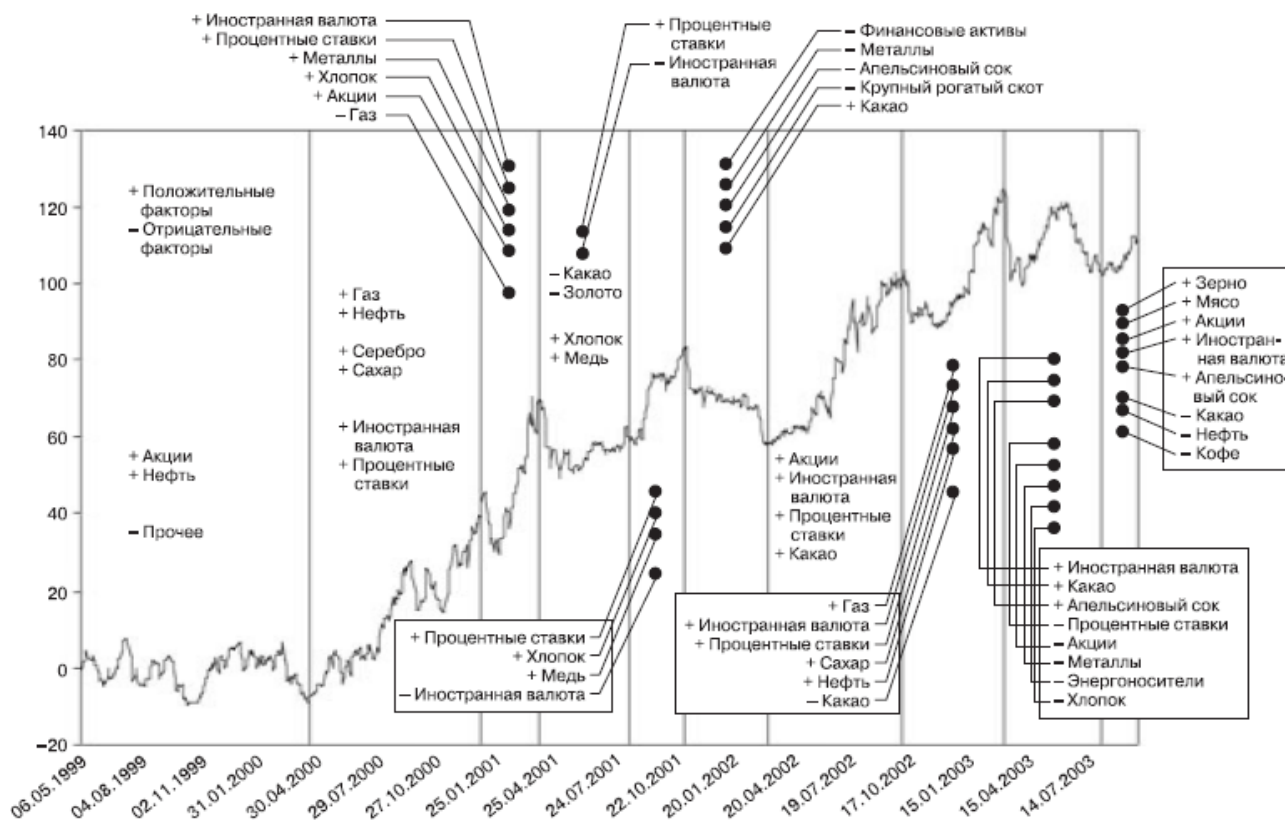


График С.2. Типичный портфель торгующего по тренду является высокодиверсифицированным (Источник: Mulvaney Capital Management Ltd.)

Малвени заключает: «Из эмпирических данных можно извлечь два урока.

Изменения цен на финансовых и товарных рынках практически не коррелируют между собой и соответственно непредсказуемы. Это правило мартингейла: лучший прогноз завтрашней цены – это сегодняшняя цена. Это совершенно не означает, что создание прибыльной системы невозможно, а говорит лишь о том, что средняя величина дохода не может быть оценена заранее, в строгом эконометрическом смысле. Это наблюдение лежит в основе стратегии максимизации прибыли. В противоположность ей систематическое изъятие прибыли с рынка, т. е. установление ее целевых показателей, – это форма оценки средней величины, что необосновано. С другой стороны, волатильность финансовых и товарных рынков изменяется с течением времени и демонстрирует автокорреляцию. Повторные возникновения сходных показателей имеют тенденцию к образованию кластеров с течением времени. Волатильность, как правило, имеет циклическое проявление, таким образом, для финансовых рынков характерны периоды стабильности и волатильности. Обычно за значительными изменениями цен следуют также значительные изменения, а за небольшими – небольшие, но с противоположным знаком. Это позволяет разработать модели прогнозирования волатильности. Это означает, что в таких моделях мы действительно можем оценивать волатильность прибыли, выявляя зарождающиеся тренды, когда изменения цен превышают прогнозируемую оценку волатильности и начинают формироваться статистические “выбросы”» (Пол Малвени, директор по информационным технологиям Mulvaney Capital Management Ltd).

Приложение D Пример торговой системы из Trading Recipes

Тестирование на основе исторических данных включает в себя определение размера позиции и разработку стратегии управления риском, соответствующую вашему уровню терпимости к убыткам.

– Эд Сейкота [261]

В этом приложении мы рассмотрим, как трейдер может создать простую механическую систему следования тренду на основе программного обеспечения Trading Recipes Portfolio Engineering Software.

Мы начнем с широкого взгляда на трейдинг по системе, который отражает многие идеи, изложенные в этой книге. Мы создадим гипотетический портфель активов и проведем его тестирование на основе исторических данных вплоть до определенного момента в прошлом. Затем мы детально рассмотрим, каким образом программное обеспечение участвует в торгах, определяет размер позиции и управляет действиями трейдера. Наконец, мы применим тестирование на основе исторических данных ко всем имеющимся у нас данным и проанализируем результаты, полученные с использованием финансового управления и без него.

Пожалуйста, обратите внимание, что эта информация предназначена для иллюстрации идеи; мы не рекомендуем всем при торговле обязательно использовать данную систему, равно как и не предлагаем это в качестве рекомендации для трейдинга.

Информация о системе

Взятая в качестве примера система следования тренду подает сигнал к открытию позиции при пробитии вверх 89-дневного ценового максимума, а к ее закрытию – при пробитии вниз 13-дневного ценового минимума. В каждом торгах участвует 2 % капитала, и применяется механизм, позволяющий удостовериться в том, что риск не слишком велик. При помощи данной системы управляется небольшой портфель активов на рынке фьючерсов. Состав портфеля – это ключевой фактор доходности при трейдинге, но мы не будем сейчас подробно обсуждать выбор активов, входящих в данный портфель.

В табл. D.1 представлена информация о составе портфеля, взятого в качестве примера.

Таблица D.1. Пример состава портфеля активов

Рынок	Актив	Символ	Биржа
Валютный рынок	Британский фунт стерлингов	BP	Чикагская товарная биржа (CME)
	Канадский доллар	CD	Чикагская товарная биржа (CME)
	Японская иена	JY	Чикагская товарная биржа (CME)
	Швейцарский франк	SF	Чикагская товарная биржа (CME)
	Индекс доллара США	DX	Нью-Йоркская торговая палата (NYBT)
Рынок энергетических активов	Сырая нефть	CL	Нью-Йоркская товарная биржа (NYMEX)
	Топочный мазут	HO	Нью-Йоркская товарная биржа (NYMEX)
	Природный газ	NG	Нью-Йоркская товарная биржа (NYMEX)
Рынок зерновых культур и продукции из них	Неосвинцованный газ	HU	Нью-Йоркская товарная биржа (NYMEX)
	Кукуруза	C_	Чикагская торговая палата
	Соевое масло	BO	Чикагская торговая палата
Рынок «мягких» биржевых товаров	Пшеница — KC	KW	Канзасская биржа (KCBT)
	Кофе	KC	Нью-Йоркская торговая палата (NYBT)
	Хлопок	CT	Нью-Йоркская торговая палата (NYBT)
	Сахар № 11	SB	Нью-Йоркская торговая палата (NYBT)

Наш тест включает лишь данные по входящим в состав примера активам; мы не проверяем результаты, полученные в рамках примера, при помощи дополнительных данных. Прежде чем рисковать реальными деньгами на рынке, разумно было бы проверить подобным образом несколько вариантов портфелей.

Элементы системы

Прежде чем анализировать доходность на уровне портфеля, рассмотрим программу, используемую в Trading Recipes для подачи сигналов открытия и закрытия позиции и определения ее размеров (финансовое управление). Пожалуйста, обратите внимание, что слова, набранные ЗАГЛАВНЫМИ БУКВАМИ, представляют собой элементы языка программирования Trading Recipes, а слова после апострофа – это пояснительные комментарии.

Ежедневно мы рассчитываем следующие показатели:

SYSTEM = 1 ' уникальный идентификационный номер для данной системы COL1 =

ATR [15] '15 дней – средний период волатильности на рынке

MANAGER [1] = COL1 [1] * POINTVALUE 'денежное выражение этой волатильности

COL2 = MAX [H, 89, 1] + TICK [1] ' пробой 89-дневного максимума для открытия длинной позиции

COL3 = MIN [L, 13, 1] - TICK [1] ' пробой 13-дневного минимума для закрытия длинной позиции

COL4 = MIN [L, 89, 1] - TICK [1] ' пробой 89-дневного минимума для открытия короткой позиции

COL5 = MAX [H, 13, 1] + TICK [1] ' пробой 13-дневного максимума для закрытия короткой позиции

Поскольку наша система ежедневно отслеживает ситуацию на каждом рынке, она будет ожидать ценового «пробоя» для открытия позиции (длинной или короткой):

BUYSTOP = COL2 ' сигнал об открытии длинной позиции SELLSTOP = COL4 ' сигнал об открытии короткой позиции

Если система подает сигнал к открытию позиции, она также, следуя правилам для определения размера позиции, указывает, сколько контрактов (фьючерсов) или акций должно быть куплено или продано. Из приведенных ниже правил будет видно, что мы рискуем 2 % капитала на каждом тренде. Однако наш консервативный стиль торговли проявляется в том, что мы торгуем меньшим количеством контрактов, которое рассчитывается как 2 %, деленных на новый риск (определяемый как выраженная в долларах абсолютная стоимость величины [входа-выхода]), или 2 %, деленных на удвоенное денежное выражение среднего периода волатильности 15 дней.

STARTUP CASH = 1000000 ' стартовая сумма – \$1 млн STARTDATE = 19910101 ' данные рассматриваются для периода 10 лет

ENDDATE = 20011231

MEMORY [1] = (TOTALEQUITY *.02) / NEWRISK ' риск равен 2 % от капитала / риск торговли в денежном выражении

MEMORY [2] = (TOTALEQUITY *.02) / (MANAGER [1] * 2) ' риск равен 2 % от капитала / волатильность в денежном выражении

IF MEMORY [1] < MEMORY [2] THEN MEMORY [2] = MEMORY [1] ' должно содержать меньшее из двух значений MEM2

IF MEMORY [2] > 100 THEN MEMORY [2] = 100 ' не открывайте слишком большую позицию

NEWCONTRACTS = MEMORY [2] ' для определения размера позиции используйте значение MEM2

При наличии открытой позиции наша система следования тренду будет дожидаться критического уровня потерь для подачи сигнала о закрытии позиции (длинной или короткой):

SELLSTOP = COL3 ' сигнал о закрытии длинной позиции BUYSTOP = COL5 ' сигнал о закрытии короткой позиции

Торговля канадским долларом

Рассмотрим торговлю канадским долларом, чтобы проследить на конкретном

примере, как наша торговая система подает сигналы об открытии и закрытии позиции и определяет ее размер.

Четырнадцатого декабря 1994 г. курс канадского доллара пробил линию 89-дневного минимума (как иллюстрирует линия в середине графика цены). Поскольку в нашей системе следования тренду заложен сигнал о продаже после такого периода непрерывного падения цен, указание было выполнено и открыта короткая позиция (см. график D.1).

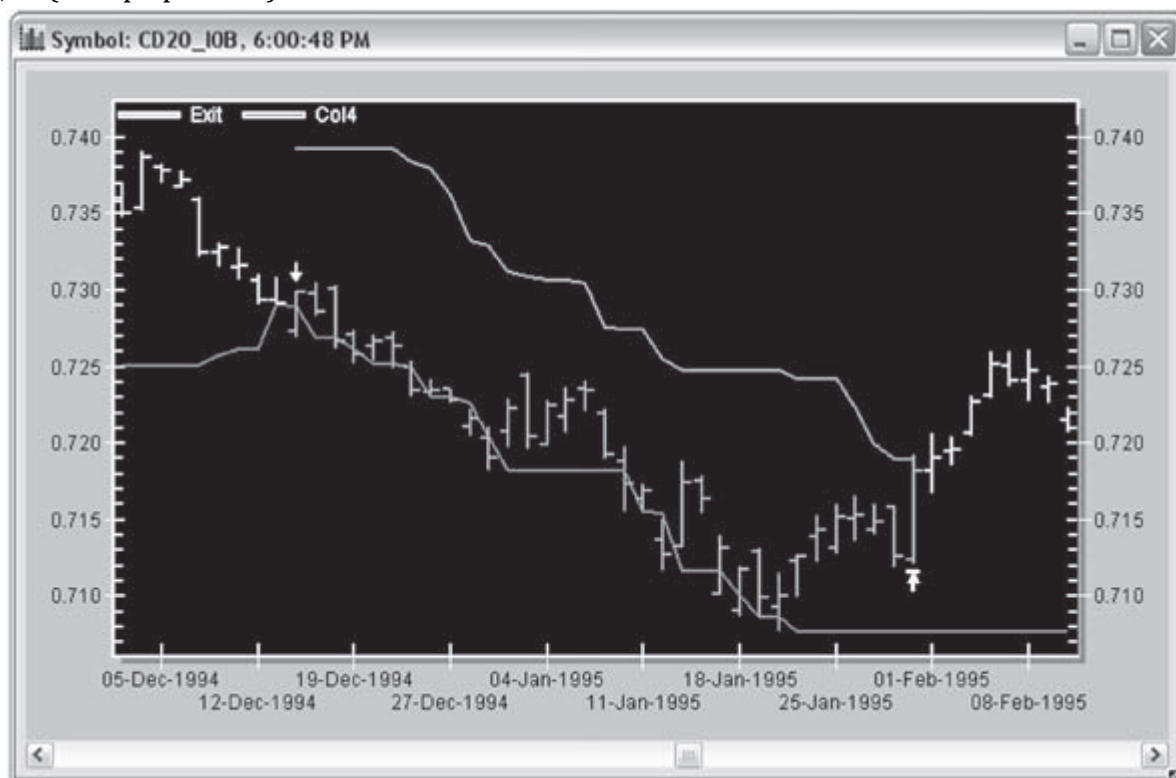


График D.1. Открытие короткой позиции 14 декабря 1994 г.

На графике линия, расположенная выше линии цены, показывает уровень установленного «стоп-лосса» (соответствующего 13-дневному максимуму). При наличии открытой позиции Trading Recipesравнивает ежедневную динамику курса с этой линией. В тот день, когда график цены коснется этой линии, как это произошло 31 января 1995 г., система подает сигнал о закрытии позиции и формируется приказ о покупке, чтобы компенсировать потери. Как был определен размер позиции? Рассмотрим наши правила исчисления величины позиции, исходя из уровня капитала в момент подачи сигнала о входе в рынок.

При закрытии биржи 13 декабря 1994 г. наш капитал составлял \$2 205 963. При определении размера позиции для торговли канадским долларом наша система рассчитывает следующие показатели (обратите внимание, что изменение курса канадского доллара на 1,0 в нашем примере эквивалентно \$100 тыс. в стоимостном выражении):

$$\text{MEMORY [1]} = (\text{TOTALEQUITY} * 02) / \text{NEWRISK} \text{ Где } \text{TOTALEQUITY} = 2,205,963$$

$$\text{TOTALEQUITY} * 02 = 44,419.26$$

$$\text{NEWRISK} = \text{ABS} (7273 - 7392) * 100,000 = 1190$$

$$\text{Значит, MEMORY [1]} = 44,419.26 / 1190 = 37.0750084$$

$MEMORY [2] = (TOTALEQUITY * 02) / (MANAGER [1] * 2)$ Где $TOTALEQUITY = 2,205,963$
 $TOTALEQUITY * 02 = 44,419.26$
 $MANAGER [1] = 0023 * 100,000 = 230$
 $MANAGER [1] * 2 = 460$
 Значит, $MEMORY [2] = 44,419.26 / 460 = 95.91143478$
 $IF MEMORY [1] < MEMORY [2] THEN MEMORY [2] = MEMORY [1]$ Где $MEMORY [1]$
 действительно $< MEMORY [2]$, поэтому $MEMORY [2] = 37.0750084$
 $IF MEMORY [2] > 100 THEN MEMORY [2] = 100$
 Это условие оказывается ложным
 $NEWCONTRACTS = MEMORY [2]$

Trading Recipes округляет полученную величину в меньшую сторону и определяет размер позиции в 37 контрактов.

В этом примере выбор меньшего из двух возможных размеров позиций является яркой иллюстрацией одного из основополагающих принципов следования тренду. Используйте консервативный подход к торговле, чтобы не потерять весь свой капитал.

Доходность системы

Мы можем использовать некоторые из инструментов анализа Trading Recipes, чтобы посмотреть, какую доходность при использовании данной системы следования тренду показывает наш портфель в целом. Рассмотрение портфеля в целом дает массу полезной информации. В табл. D.2 показана статистика показателей портфеля на протяжении оговоренных 10 лет на рынках 15 различных активов. Обратите внимание, что в целях упрощения комиссия и издержки «проскальзывания» [262] (которые могут быть довольно существенными) не учитывались в тестировании.

Таблица D.2. Тестирование на основе исторических данных в течение 10 лет

Показатель	Величина	Показатель
Первоначальный баланс	1 000 000	Выручка, \$
Чистая прибыль	5 732 456	Убытки, \$
Конечный баланс	6 732 456	Поощрительная премия и комиссия
Рентабельность инвестиций	573,25%	Другие расходы
Сложный годовой темп роста рентабельности инвестиций	21,02%	Другие поступления
Максимальные потери, %	23,05%	
Максимальные потери, дата	01.11.1993	Количество прибыльных трендов в длинной позиции
Максимальная продолжительность периода потерь, лет	0,28	Количество убыточных трендов в длинной позиции
Дата начала периода максимальной продолжительности потерь	06.05.1992	Количество прибыльных трендов в короткой позиции
Дата окончания периода наибольшей продолжительности потерь	06.05.1994	Количество убыточных трендов в короткой позиции
Коэффициент MAR	0,91	Прибыль, полученная в длинных позициях, \$
Коэффициент Шарпа	1,02	Убыток, понесенный в длинных позициях
Коэффициент коррекции прибыли	2,88	Прибыль, полученная в коротких позициях

Коэффициент Стерлинга	0,68	Убыток, понесенный в коротких позициях
Среднее дневное стандартное отклонение, процент от прибыли	1,23%	Наибольшая прибыль за один тренд
Среднее математическое ожидание в денежном выражении	20,33	Наибольший убыток за один тренд
Математическое ожидание, %	32,79	Средняя прибыль за один тренд
Область прибыли / область убытка	1,21	Средний убыток за один тренд
Достижение нового максимума, %	6,61	Максимальное количество прибыльных трендов подряд
		Максимальное количество убыточных трендов подряд
Количество трендов	576	Количество прибыльных дней
Пропущенные тренды	85	Количество убыточных дней
Прибыльные тренды	245	
Убыточные тренды	331	Количество «маржин-коллов»
Доля прибыльных трендов, %	42,53	Максимальный «маржин-колл», \$
Отношение средней прибыли к среднему убытку	2,12	
Средняя продолжительность прибыльных трендов, дней	37	Корректировки размера позиции, количество
Средняя продолжительность убыточных трендов, дней	15	Корректировки размера позиции, количество контрактов
Дата начала исследования	02.01.1991	
Дата окончания исследования	31.12.2000	Совокупные издержки «проскальзывания» и комиссия
Максимальное количество контрактов во владении	588	Время, необходимое системе для предоставления отчета о состоянии программы (Ч:ММ:СС)
Общее количество контрактов, участвовавших в трендах	18 879	

Чтобы проследить зависимость величины нашего капитала от потерь, мы можем построить логарифмическую кривую величины капитала (график D.2). Обратите внимание: в 1992 и 1993 гг. величина капитала не увеличивалась, что было обусловлено значительными потерями, которые оказались исторически наибольшими. Однако в середине 1994 г. система проявила себя с наилучшей стороны – и капитал начал стабильно возрастать.

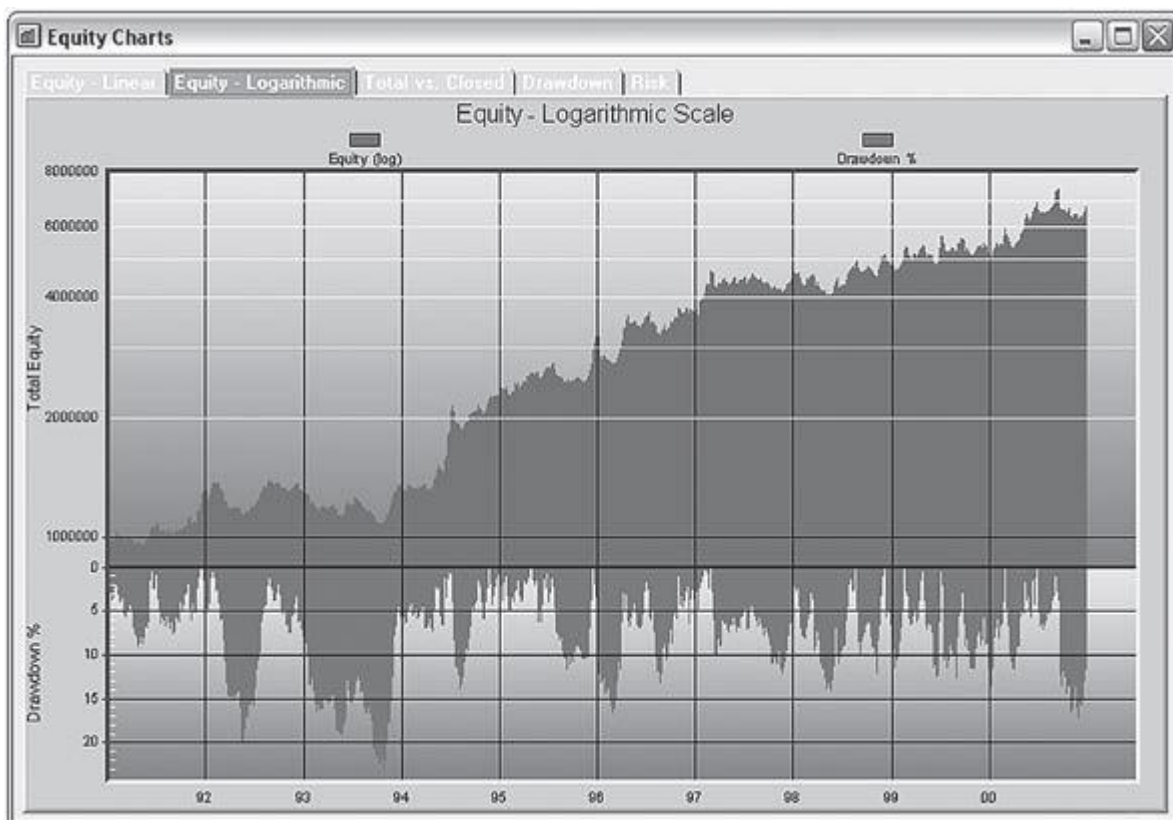
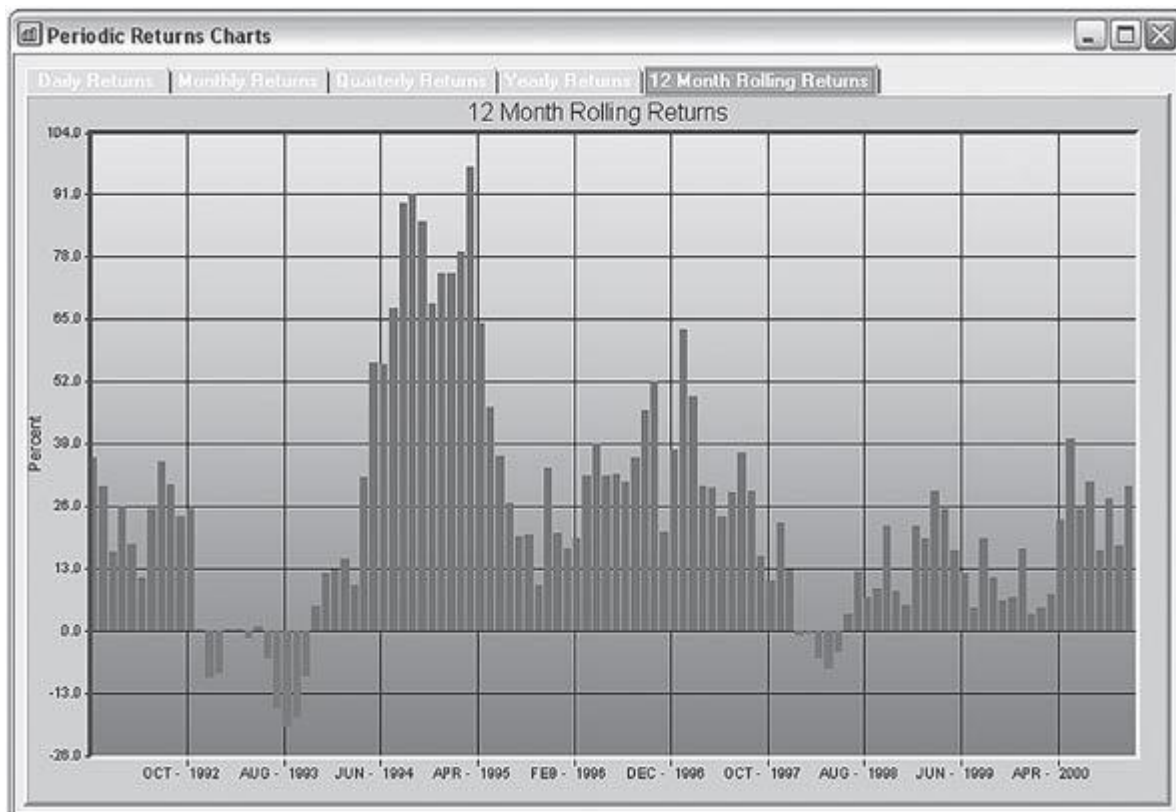


График D.2. Логарифмическая кривая величины капитала

Чтобы посмотреть, какова доходность нашей системы в течение года, мы можем построить график изменения величины прибыли в течение года (график D.3). Обратите внимание на частоту получения чистой прибыли в течение года – отличный показатель устойчивости системы.



Резюме

В этом приложении мы представили простую систему следования тренду, рассматривая портфель активов, подробно ознакомились с правилами и расчетами и проанализировали результаты в виде таблиц и графиков. Это процесс, через который проходят все торгующие по тренду.

Создателем программного обеспечения Trading Recipes является Боб Спир. Больше информации о Trading Recipes можно получить на сайтах www.tradingrecipes.com и www.mechanicasoftware.com.

Приложение E Теория современного портфеля и управляемые фьючерсы

Ранее мы упоминали, что Джерри Паркер имеет собственный подход к торговле. Паркер, как и многие другие трейдеры, при управлении клиентскими средствами придерживается стратегии, опирающейся на теорию современного портфеля. Что это означает?

У всех торгующих по тренду корреляция с традиционными инвестициями, такими как, например, фондовый индекс S&P, крайне низка и близка к нулю. Существуют доказательства того, что помимо максимизации прибыли следование тренду также обеспечивает традиционному портфелю дополнительную диверсификацию.

Эта концепция называется «теория современного портфеля» (Modern Portfolio Theory, MPT). Традиционный портфель на 60 % состоит из акций и на 40 % из облигаций. Современная теория портфеля показывает, что при добавлении в портфель актива, не коррелирующего с другими, такого как, например, инвестиция, управляемая по стратегии следования тренду, прибыль действительно возрастает, а риск снижается. Миллберн Риджфилд, один из опытнейших торгующих по тренду трейдеров, более подробно разъясняет данную концепцию:

«10 % активов в портфеле Millburn Diversified Portfolio исторически демонстрировали более высокую доходность в сочетании с почти нулевой корреляцией по показателю ежемесячной прибыли по сравнению с традиционными инвестициями. Если бы инвестор поместил 10 % своего портфеля в Millburn Diversified Portfolio в период с февраля 1977 по август 2003 г., он бы увеличил доходность своего традиционного портфеля на 73 базисных пункта (рост на 6,2 %) и уменьшил риск (измеряемый при помощи стандартного отклонения) на 0,26 базисного пункта (снижение на 8,2 %)» [263].

Что такое управляемые фьючерсы?

Джим Хэмер, успешный трейдер, торгующий по тренду, и ученик Эда Сейкоты, объясняет концепцию управляемых фьючерсов:

«Вам, как и большинству инвесторов, наверно, знакомы такие традиционные

инвестиционные инструменты, как акции, облигации, депозитные сертификаты, паи в фондах, оперирующих на финансовых рынках, и вы, вероятно, вкладывали в них средства. Это основа большинства портфелей. Однако если бы существовала инвестиция, потенциально способная уменьшить волатильность вашего портфеля и увеличить вашу прибыль в долгосрочном периоде (при соизмеримом с текущим уровне риска), разве вы бы не захотели сделать эту инвестицию частью вашего портфеля? Действительно, такая инвестиция существует, это управляемые фьючерсы».

«Что такое управляемые фьючерсы?... Консультанты по товарной торговле (СТА) или операторы товарных пулов (CPO) являются опытными, профессиональными финансовыми управляющими, которые вкладывают капитал своих клиентов в активы на товарных и фьючерсных рынках, точно так же как управляющие ПИФаами инвестируют клиентские средства в различные ценные бумаги».

«Инвестиции в управляемые фьючерсы могут быть наилучшим образом использованы как долгосрочные инструменты, обладающие потенциалом для агрессивного роста. Они должны быть лишь частью портфеля, а не формировать весь портфель целиком. Их истинная ценность проявляется лишь тогда, когда они находятся в надлежащем соотношении с другими традиционными активами, такими как акции, облигации, депозитные сертификаты и паи в фондах, работающих на финансовых рынках».

«Научные исследования (как те, что были проведены бывшим профессором Гарвардского университета доктором Джоном Линтнером) показали, что инвестиции в управляемые фьючерсы могут обеспечить существенную выгоду от повышения диверсификации портфеля благодаря историческому отсутствию корреляции с акциями и облигациями)».

«Настоящая диверсификация подразумевает, что одни активы в составе портфеля мало коррелируют с другими. По статистике управляемые фьючерсы соответствуют этому требованию и могут принести квалифицированным инвесторам выгоду от снижения волатильности и повышения доходности портфеля в целом» (Джим Хэмер, президент Hameg Trading Inc.) [264].

Как реагировать на скептиков? Джерри Харрис, старший вице-президент и директор Welton Investment Corporation, говорит:

«К сожалению, когда речь заходит об управляемых фьючерсах, многие люди проявляют то, что я называю синдромом “дырки от бублика”. Задумайтесь на секунду о том, скольких вы знаете людей, которые рассматривают свою жизнь с позиции того, чего у них нет, а не с точки зрения того, что у них есть. Эти люди идут по жизни, концентрируясь на дырке от бублика, а не на самом бублике. Зачем смотреть на дырку от бублика? Там же ничего нет! Такой подход к жизни в целом довольно непродуктивен и ведет к бесполезной трате времени. И так происходит иногда с теми инвесторами, которые рассматривают управляемые фьючерсы с точки зрения негативных, по их мнению, характеристик этого альтернативного актива, забывая о реальной выгоде, которую он приносит. В целом такие существующие в их восприятии отрицательные свойства они либо испытали на собственном опыте в нерепрезентативном количестве случаев в отдаленном прошлом, либо услышали о них от друга, либо, возможно, были предупреждены о них мамой. Не сомневаюсь, что вам

они знакомы: это факторы Д и Р. “Управляемые фьючерсы? Это слишком рискованно – в конце концов, все они включают Деривативы и при торговле используется кредитный Рычаг”. Если вы как инвестор рассматриваете управляемые фьючерсы как альтернативный актив, помните, что не стоит концентрироваться на дырке от бублика. Вместо вопроса: “Почему управляемые фьючерсы?” вам следует, как мне кажется, задать более уместный: “Почему нет?”» [265]

Дополнительную информацию о теории современного портфеля можно найти на нашем интернет-сайте www.trendfollowing.com

Приложение F Ключевые вопросы к торговой системе

Существует множество вопросов, которые следует задать, оценивая свою торговую систему. Вот несколько из них:

1. Каков был максимальный фактический и условный убыток, понесенный вами в расчете на день? Каково было максимальное уменьшение величины капитала, условное и фактическое, за один день?

2. Какое максимальное количество месяцев подряд были убыточными?

3. Как часто у вас происходит снижение величины капитала?

4. Убытки обычно эпизодические или они постепенно возрастают?

5. Сколько времени в среднем необходимо для восстановления величины капитала после периода ее снижения? Каков самый длительный срок, потребовавшийся для восстановления размера капитала?

6. Рассчитывается ли риск для каждого трейда? Если да, то какие переменные включаются в расчеты и производятся ли они автоматически на компьютере или «вручную»?

7. Каким образом контролируется общий риск портфеля?

8. Существуют ли обстоятельства, при которых вся торговля может быть прекращена во избежание дальнейших убытков? Если да, то каковы эти обстоятельства? Если нет, то почему их не существует?

9. Есть ли такие рынки, на которых система последовательно работает неэффективно? Если да, то почему она не работает должным образом на этих рынках?

10. Быстро или медленно система адаптируется к изменениям в рыночной волатильности?

11. Предусмотрен ли в системе какой-либо механизм для минимизации убытков, обусловленных частыми «пилообразными» колебаниями на рынке?

12. Предусмотрены ли в системе прекращение торговли, когда величина капитала падает до заранее заданного уровня, и ее возобновление, когда рыночные условия представляются благоприятными для этого?

13. На каких принципах основаны сигналы системы?

14. Насколько диверсификация портфеля способствует снижению риска в торговой системе [266] ?

Информационные ресурсы

Интернет-сайт, посвященный следованию тренду

www.trendfollowing.com

На нашем сайте вы найдете информацию о семинарах и обучающем курсе, в которых мы предлагаем вам принять участие. Кроме того, там также можно найти постоянно обновляемый рекомендуемый список литературы.

Обучающие сайты для торгующих по тренду:

www.turtletrader.com

www.michaelcovel.com

Библиография

Abbott, Susan. Turning a Summer Job into a Legend. *Futures*, Vol. 12, No. 9 (Sept. 1983): 57-59.

Amin, Gaurav. S., and Kat, Harry M. Who Should Buy Hedge Funds? The Effects of Including Hedge Funds in Portfolios of Stocks and Bonds. ISMA Centre for Education and Research in Securities Markets. Working Paper Series (2002).

Angrist, Stanley W. Sensible Speculation in Commodities or How to Profit in the Bellies, Bushels and Bales Markets. New York: Simon and Schuster, 1972.

Aronson, Mark. Learning from a Legend. *Trading Advisor Review* (June 1997).

Baratz, Morton S. *The Investor's Guide to Futures Money Management*. Columbia, MD: Futures Publishing Group, 1984.

Barber, Brad and Terrance Odean. Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. *Journal of Finance*, Vol. LV, No. 2 (April 2000): 773-806.

Basso, Thomas F. When to Allocate to a CTA? Buy Them on Sale (1997).

Basso, Thomas F. *The Driving Force Behind Profits in the Managed Futures Industry*. Trendstat Capital Management, Inc. (1998).

Basso, Thomas F. Some Leverage Is Good, Too Much Is Dangerous. *Trendstat Capital Management, Inc.* (March 1999).

Basso, Thomas F., Study of Time Spent in Trending and Sideways Markets. *Trendstat Capital Management, Inc.* (1999).

Bernstein, Peter L. *Against The Gods: The Remarkable Story of Risk*. Canada: John Wiley & Sons, Inc., 1996.

Bogle, John. C. *Common Sense on Mutual Funds*. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1999.

Borish, Peter. *Managed Money*. *Futures* Vol. 27, No. 3 (March 1998).

Brealey, Richard and Stewart C. Myers. *Principles of Corporate Finance*, Fifth Edition. New York: Irwin McGraw Hill, 1996.

Brooks, Chris, and Harry M. Kat, The Statistical Properties of Hedge Fund Index Returns and Their Implications for Investors. *Journal of Alternative Investment*, 5 (2002): 26-44.

Brorsen, B.W. and S. H. Irwin. *Futures Funds and Price Volatility*. *Review of Futures Markets* 6 (1987): 119-135.

Burke, Gibbons. *Your Money*. *Active Trader* (July 2002): 68-73.

- Burns, Greg. A Gunslinger No More. *Businessweek* (April 7, 1997): 64–72.
- Canoles, W. Bruce, Sarahelen R. Thompson, Scott H. Irwin, and Virginia G. France. An Analysis of the Profiles and Motivations of Habitual Commodity Speculators. Working Paper 97–01, Office for Futures and Options Research, University of Illinois, Champagne-Urbana (1997).
- Cavaletti, Carla. 1997's Home Run Hitters. *Futures*, Vol. 27, No. 3, (March 1998).
- Chandler, Beverly. *Managed Futures*. England: John Wiley & Sons, 1994.
- Chang, E. C. and B. Schachter. Interday Variations in Volume, Variance and Participation of Large Speculators. Working Paper, Commodity Futures Trading Commission, 1993.
- Christensen, Clayton M. *The Innovator's Dilemma: When New Technologies Cause Great Firms to Fail*. Boston: Harvard Business School Press, 1997.
- Christensen, Clayton M. and Matt Verlinden, *Disruption, Disintegration, and the Dissipation of Differentiability*. Harvard Business School Working Paper, 2000.
- Clendaniel, Edward. Bubble Troubles. *Forbes* (March 25, 2002).
- Collins, James C. and Jerry I. Porras. *Built to Last: Successful Habits of Visionary Companies*. New York: HarperBusiness, 1994.
- Collins, Jim. *Good to Great*. New York: HarperBusiness, 2001.
- Commodity Futures Trading Commission, Division of Economic Analysis. *Survey of Pool Operators in Futures Markets with an Analysis of Interday Position Changes*. Washington, D.C., 1991.
- de Tocqueville, Alexis. *Democracy in America*. New York: Vintage Books, 1959.
- Diz, Fernando. How do CTAs' Return Distribution Characteristics Affect Their Likelihood of Survival? *Journal of Alternative Investments*, Vol. 2, No. 2 (Fall 1999): 37–41.
- Douglas, Mark. *The Disciplined Trader: Developing Winning Attitudes*. New York: New York Institute of Finance, 1990.
- Eales, J. S., B. K. Engel, R. J. Hauser, and S. R. Thompson. Grain Price Expectations of Illinois Farmers and Grain Merchandisers. *American Journal of Agricultural Economics*, 72 (1990): 701–708.
- Ecke, Robert. Allocation to Discretionary CTAs Grow as Market Stalls. *Barclay Trading Group Roundtable*, Vol. 9, No. 3. (Third quarter, 1998).
- Eckhardt, William. The c-Test. *Stocks and Commodities*. Vol. 12, No. 5 (1994): 218–221.
- Edwards, Franklin R., and Mustafa Onur Caglayan. Hedge Fund and Commodity Fund Investment Styles in Bull and Bear Markets. *Journal of Portfolio Management*, 27 (2001): 97-108.
- Ellis, Charles D. *Winning the Loser's Game*, Third ed. New York: McGraw Hill, 1998.
- Energy Traders on the Verge of Extinction. *Barclay Trading Group Roundtable*, Vol. 8, No. 3 (Third quarter, 1997).
- Epstein, Richard A. *The Theory of Gambling and Statistical Logic*. San Diego, CA: Academic Press, Inc., 1995.
- Feynman, Richard P., as told to Ralph Leighton. «What Do You Care What Other People Think?» *Further Adventures of a Curious Character*. New York: W.W. Norton & Company, 1988.
- Fabozzi, Frank J., Francis Gupta, and Harry M. Markowitz. *The Legacy of Modern Portfolio Theory*. Institutional Investor, Inc., 2002.

- Fleckenstein, Bill. The Long and Short of Short-Selling (Sept. 2002). See <http://moneycentral.msn.com>.
- Forrester, Jay W. Principles of Systems. Cambridge, MA: Wright-Allen Press, Inc., 1968.
- Forrester, Jay W. System Dynamics and the Lessons of 35 Years, in *The Systemic Basis of Policy Making in the 1990s*, Kenyon B. De Greene, ed., 1991.
- Friedman, Thomas L. *The Lexus and the Olive Tree*. New York: Farrar, Straus, Giroux, 1999.
- Fung, William, and Hsieh, David A. Asset-Based Hedge-Fund Styles and Portfolio Diversification, *Financial Analyst Journal* (September 2001).
- Fung, William, and Hsieh, David A. Hedge-Fund Benchmarks: Information Content and Biases, *Financial Analyst Journal* (2002).
- Fung William and David A. Hsieh. Pricing Trend Following Trading Strategies: Theory and Empirical Evidence (1998).
- Fung, William, and David A. Hsieh. The Risk in Hedge Fund Strategies: Theory and Evidence from Fixed Income Funds. *Journal of Fixed Income*, 14 (2002).
- Gadsden, Stephen. Managed the Future. *The MoneyLetter*, Vol. 25, No. 20 (Oct. 2001).
- Gallacher, William R. *Winner Take All*. New York: McGraw-Hill, 1994.
- Gann, W. D. *How to Make Profits Trading in Commodities*. Pomeroy: Library of Gann Publishing Co. Inc., 1951.
- Garber, Peter M. *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias*. Cambridge, MA: MIT Press, 2000.
- Gardner, B. L. Futures Prices in Supply Analysis. *American Journal of Agricultural Economics*, 58 (1976), 81–84.
- Gary, Loren. The Right Kind of Failure. *Harvard Management Update*. Gigerenzer, Gerd and Peter M. Todd. *Simple Heuristics That Make Us Smart*. Oxford: Oxford University Press, 1999.
- Gilovich, Thomas, Robert Valone, and Amos Tversky. The Hot Hand in Basketball: On the Misperception of Random Sequences. *Cognitive Psychology*, 17 (1985), 295–314.
- Ginyard, Johan. Position-sizing Effects on Trader Performance: An Experimental Analysis. Uppsala University, Department of Psychology, 2001.
- Goldbaum, David. *Technical Analysis, Price Trends, and Bubbles*.
- Gould, Stephen Jay. *Full House*. New York: Three Rivers Press, 1996.
- Gould, Stephen Jay. The Streak of Streaks. *The New York Times Review of Books* (Aug. 18, 1988). See www.nybooks.com/articles/4337.
- Grof, Stanislav. *The Adventure of Self-Discovery: Dimensions of Consciousness and New Perspectives in Psychotherapy and Inner Exploration*. Albany: State University of New York, Press, 1988.
- Hakim, Danny. Hedging Learned at the Family Farm. *The New York Times*, July 26, 2002.
- Harlow, Charles V. D. B. A. and Michael D. Kinsman, Ph. D, CPA. The Electronic Day Trader & Ruin. *The Graziadio Business Report* (Fall 1999).
- Harris, Larry. *Trading and Exchanges*. New York: Oxford University Press, 2003.
- Harris, Lawrence. *The Winners and Losers of the Zero-Sum Game: The Origins of Trading Profits, Price Efficiency and Market Liquidity*. University of Southern California (1993).

Haun, Bruce. Rebalancing Portfolios Lowers Volatility and Stabilizes Returns. B. Edward Haun & Company (June 1994).

Irwin, Scott H. and Satoko Yoshimaru. Managed Futures Trading and Futures Price Volatility (1996).

Jaeger, Lars. Managing Risk in Alternative Investment Strategies. Upper Saddle River, NJ: Financial Times Prentice Hall, 2002.

Jakiubzak, Ken. KmJ: Ready for Anything. Futures, Vol. 29, No. 3 (March 2000).

Kahneman, Daniel and Amos Tversky. Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, 47 (1979): 263–291.

Kaplan, Laurie. Turning Turtles into Traders. *Managed Derivatives* (May 1996).

Karas, Robert. Looking Behind the Non-Correlation Argument. See www.aima.org/aimasite/research/lgtoc99.htm.

Kat, Harry M. Managed Futures and Hedge Funds: A Match Made in Heaven. Working Paper (November 2002).

Kaufman, Perry. *Trading Systems and Methods*, Third Edition. New York: John Wiley and Sons, Inc., 1998.

Klein, Gary. *Sources of Power: How People Make Decisions*. Cambridge, MA: The MIT Press, 1998.

Krauland, and Mabon, P. C. Going Once, Going Twice. *Discover* (Aug. 2002).

Le Bon, Gustave. *The Crowd: A Study of the Popular Mind*. Atlanta: Cherokee Publishing Company, 1982.

Lefevre, Edwin. *Reminiscences of a Stock Operator*. Canada: John Wiley & Sons, Inc., 1994.

Lerner, Robert L. *The Mechanics of the Commodity Futures Markets, What They Are and How They Function*. Mount Lucas Management Corp., 2000.

Liebovitch, L. S. *Fractals and Chaos Simplified for the Life Sciences*. New York: Oxford University Press, 1998.

Liebovitch, L. S., A. T. Todorov, M. Zochowski, D. Scheurle, L. Colgin, M. A. Wood, K. A. Ellenbogen, J. M. Herre and R. C. Bernstein. Nonlinear Properties of Cardiac Rhythm Abnormalities. *Physical Review*, 59 (1999): 3312–3319.

Livermore, Jesse L. *How to Trade in Stocks: The Livermore Formula for Combining Time Element and Price*. New York: Duel, Sloan & Pearce, 1940.

Lukac, L. P., B. W. Brorsen, and S. H. Irwin. The Similarity of Computer Guided Technical Trading Systems. *Journal of Futures Markets*, 8 (1988): 1-13.

Lungarella, Gildo. *Managed Futures: A Real Alternative*. White Paper.

Mackay Charles LL. D. *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*. New York, 1841.

MacRae, Desmond. *Dealing with Complexities*. *Trading Focus* (July 1998).

Martin, George. *Making Sense of Hedge Fund Returns: What Matters and What Doesn't*. *Derivatives Strategies* (2002).

Mauboussin, Michael J., Alexander Schay and Stephen Kawaja. *Counting What Counts*. Credit Suisse First Boston Equity Research (February 4, 2000).

Mauboussin, Michael J. and Kristen Bartholdson. *Stress and Short-Termism*. *The Consilient Observer*, Vol. 1, No. 9 (Credit Suisse First Boston, May 2002).

- Maubossin, Michael and Kristen Bartholdson. *Whither Enron? Or Why Enron Withered*. The Consilient Observer, Vol. 1, No. 1 (Credit Suisse First Boston, January 2002).
- Mosser, Mike. *Learning from Legends*. *Futures*, Vol. 29, No. 2 (Feb. 2000).
- Nacubo Endowment Study. Washington, D.C.: National Association of College and University Business Officers, 1999.
- Niederhoffer, Victor and Laurel Kenner. *Practical Speculation*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2003.
- Odean, Terrance. *Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?* *Journal of Finance*, 53 (October 1998), 1775–1798.
- O'Donoghue, Ted and Matthew Rabin. *Choice and Procrastination*. University of California at Berkeley, Department of Economics. Working Paper E00-281 (June 3, 2001).
- Oldest CTAs in the Industry Have Survived and Thrived. *Barclay Trading Group Roundtable*, Vol. 6, No. 3. (Third quarter, 1995).
- Peltz, Lois. *The Big Global Macro Debate*. *Market Barometer* (April 1998): 9-13.
- Peltz, Lois. *The New Investment Superstars*. Canada: John Wiley & Sons, Inc., 2001.
- Peters, E. E. *Fractal Market Analysis*. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1994.
- Rand, Ayn. *Atlas Shrugged*. New York: Random House, 1957.
- Rand, Ayn. *The Fountainhead*. New York: Bobbs-Merrill Company, 1943.
- Rappaport, Alfred. *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. New York: The Free Press, 1998.
- Rappaport, Alfred and Michael J. Mauboussin. *Expectations Investing*. Boston: Harvard Business School Publishing, 2001.
- Reerink, Jack. *Seidler's Returns Fuel Comeback*. *Futures*, Vol. 24, No. 3 (March 1995).
- Rogers, Jim. *Investment Biker*. New York: Villard Books, 1994.
- Russo, J. Edward and Paul J. H. Schoemaker. *Managing Overconfidence*. *Sloan Management Review* (Winter 1992).
- Rzeczynski, Mark. *The End of the Benign Economy and the New Era for Managed Funds*. *MFA Reporter* (John W. Henry & Company, Inc, 2001).
- Rzeczynski, Mark S. *Market Vision and Investment Styles: Convergent versus Divergent Trading*. *The Journal of Alternative Investments*, Vol. 2, No. 1 (Winter 1999): 77–82.
- Schneeweis, Thomas, and Georgi Georgiev. *The Benefits of Managed Futures*. CISDM and School of Management at University of Massachusetts (2002).
- Schneeweis, Thomas, and Spurgin, Richard. *Quantitative Analysis of Hedge Fund and Managed Futures Return and Risk Characteristics*, in *Evaluating and Implementing Hedgefund Strategies*, Second Edition, R. Lake ed., 2002.
- Schwager, Jack D. *Getting Started in Technical Analysis*. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1999.
- Schwager, Jack D. *Market Wizards: Interviews with Top Traders*. New York: HarperBusiness, 1989.
- Schwager, Jack D. *The New Market Wizards: Conversations with America's Top Traders*. New York: HarperBusiness, 1992.
- Schwed Jr., Fred. *Where Are the Customers' Yachts?* Canada: John Wiley & Sons, Inc., 1995.
- Seykota, Ed and Dave Druz. *Determining Optimal Risk*. *Stocks and Commodities*, Vol. 11,

No. 3: 122–124.

Shapiro, Carl and Hal R. Varian. *Information Rules: A Strategic Guide to the Network Economy*. Boston: Harvard Business School Press, 1999.

Shefrin, Hersh and Meir Statman. The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 40 (1985) 777–790.

Shekerjian, Denise. *Uncommon Genius*. New York: Penguin Books, 1990.

Shiller, Robert J. *Irrational Exuberance*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2000.

Robert J. Shiller. Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends? *American Economic Review*, 71 (1981).

Sloan, Allen. Even With No Bull Market, Baby Boomers Can Thrive. March 2002. See www.washingtonpost.com.

Slywotzky, Adrian J. *V alue Migration: How to Think Several Moves Ahead of the Competition*. Boston: Harvard Business School Press, 1996.

Smant, Dr. D. J. C. Famous First Bubbles, South Sea Bubble? The Fundamentals of Early Manias. Oct. 2001.

Soros, George. *The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market*. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1994.

Spurigin, Richard. Some Thoughts on the Source of Return to Managed Futures. CISDM and School of Management at University of Massachusetts Steinhardt, Michael. *No Bull: My Life In and Out of Markets*. Canada: John Wiley & Sons, Inc., 2001.

Stendahl, David, *Staying Afloat*. Omega Research (1999).

Szala, Ginger. William Eckhardt: Doing by Learning. *Futures*, Vol. 21, No. 1 (January 1992).

Taleb, Nassim Nicholas. *Foiled By Randomness*. New York: Texere, 2001.

Teweles, Richard J. and Frank J. Jones. *The Futures Game. Who Wins? Who Loses? Why?* New York: McGraw-Hill, 1987.

Thaler, Richard H. Mental Accounting Matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12 (1999): 183–206.

Thaler, Richard H. Saving, Fungibility, and Mental Accounts, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, No. 1 (Winter 1990): 193–205.

Tharp, Van K. *Trade Your Way to Financial Freedom*. New York: McGraw-Hill, 1999.

Thorp, Edward O. *Beat the Dealer*. New York: Vintage Books, 1966.

Toffler, Alvin. *Future Shock*. New York: Bantam Books, 1971.

Tully, Shawn. Princeton's Rich Commodity Scholars. *Fortune* 9 (February 1981): 94.

Tversky, Amos and Daniel Kahneman. Belief in the Law of Small Numbers. *Psychological Bulletin*, 76 (1971) 105–110.

Tzu, Sun. *The Art of War*. Boston and London: Shambhala, 1988.

Ueland, Brenda. *If You Want to Write: A Book About Art, Independence and Spirit*. Saint Paul, MN: Graywolf Press, 1937.

Vince, Ralph. *Portfolio Management Formulas*. Canada: John Wiley & Sons, Inc., 1990.

Vince, Ralph. *The New Money Management*. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1995.

von Mises, Ludwig. *Human Action: A Treatise on Economics*. New York: The Foundation for Economic Education, Inc., 1996. First published 1949.

Watts, Dickson G. *Speculation as a Fine Art and Thoughts on Life*. New York: Traders

Press, 1965.

Where, Oh Where Are the 400 Hitters of Yesteryear. *Financial Analysts Journal* (Nov./Dec. 1998): 6-14.

Williamson, Porter B. *General Patton's Principles For Life and Leadership*. Tuscon, AZ: MSC, Inc., 1988.

Wolfram, Stephen. *A New Kind of Science*. Champaign, IL: Wolfram Media, Inc., 2002.

Wolman, William and Anne Colamosca. *The Great 401 (k) Hoax*. Cambridge, Massachusetts: Perseus Publishing, 2002.

Yeung, Albert, Mika Toikka, Pankaj N. Patel, and Steve S. Kim. *Quantitative Strategy. Does Technical Analysis Work?* Credit Suisse First Boston. September 25, 2002.

Примечания

1

Recruitment ad for Shackleton's Antarctic Expedition. *The Times*, London, 1913. Believed to have been posted in the personals section.

2

Van K. Tharp, *Trade Your Way to Financial Freedom*. New York: McGraw-Hill, 1999.

3

See www.mises.org.

4

Ludwig von Mises, *Human Action: A Treatise on Economics*. 4th revised ed. Irvington-on-Hudson, NY: The Foundation for Economic Education, Inc., 1996, printed 1998. First published 1949.

5

Доткомы – общее наименование интернет-компаний. Термин происходит от присущего названиям таких компаний сочетания «.com», где «точка» читается как «дот». – *Примеч. науч. ред.*

6

Ludwig von Mises, *Human Action: A Treatise on Economics*. 4th revised ed. Irvington-on-Hudson, NY: The Foundation for Economic Education, Inc., 1996, printed 1998. First published 1949.

7

Jack Schwager, *Getting Started in Technical Analysis*. John Wiley & Sons, 1999.

8

The History of the Motley Fool. Fool.com, November 4, 2003. See www.fool.com.

9

Неэкстраполяционная теория движения цен – теория движения фьючерсных цен на акции и товары, по которой старые цены не могут служить прогнозом движения цен в будущем. – *Примеч. перев.*

10

John Allen Paulos. *A Mathematician Plays the Stock Market*. Basic Books, 2003, 47.

11

Quantitative Strategy: Does Technical Analysis Work? Equity Research, Credit Suisse First Boston. September 25, 2002.

- 12
Daniel P. Collins in Futures, October 2003.
- 13
Disclosure Document. John W. Henry & Company, Inc. August 22, 2003.
- 14
По-английски «усмотрение» – discretion, отсюда discretionary – «дискреционный». – *Примеч. перев.*
- 15
Disclosure Document. John W. Henry & Company, Inc. August 22, 2003.
- 16
Carla Cavaletti, Top Traders Ride 1996 Trends. Futures. (March 1997), 68.
- 17
Ginger Szala, Abraham Trading: Trend Following Earns Texas Sized Profits. Futures (March 1995), 61.
- 18
Speech given to financial consultants on November 17, 2000. See www.jwh.com.
- 19
Presentation in Geneva, Switzerland on September 15, 1998.
- 20
AIMA Newsletter, June 2001. Alternative Investment Management Association.
- 21
Guest Article, 249. Managed Account Reports (November 1999), 9.
- 22
Speech given to financial consultants on November 17, 2000. See www.jwh.com.
- 23
From Upstairs/Downstairs Seminar with Tom Baldwin. Futures Industry Association, 1994.
- 24
Performance Review, February 1999. John W Henry & Company, Inc.
- 25
Tass Twenty Traders Talk. Held June 29, 1996 at the Montreal Ritz Carlton Hotel in Montreal, Canada.
- 26
Riva Atlas, Macro, Macro Man. Institutional Investor Magazine. 1996.
- 27
Trend Following: Performance, Risk and Correlation Characteristics. White Paper. Graham Capital Management.
- 28
Trends in Currency Markets: Which Way the \$? AIMA Newsletter, June 2002. Alternative Investment Management Association.
- 29
The Trading Tribe at Seykota.com. See www.seykota.com/tribe/
- 30
Mary Greenebaum, Funds: The New Way to Play Commodities. Fortune, November 19,

1979.

31

Brett N. Steenbarger, *The Psychology of Trading*. John Wiley and Sons, 2002, 316–317.

32

Brenda Ueland, *How to Write*. 10th ed. Graywolf Press, 1997. First published 1938.

33

Anonymous «Super Trader» in Van Tharp, *Two Contrasting Super Traders*.

34

Jim Rogers, *Investment Biker*. New York: Random House, 1994.

35

Thomas Friedman, *The Lexus and the Olive Tree*. New York: Farrar, Straus and Giroux, 1999.

36

Daniel P. Collins, *Seeding Tomorrow's Top Traders; Managed Money; Dunn Capital Management Provides Help to Commodity Trading Advisor Start-ups*. *Futures*, No. 6, Vol. 32, 67, (May 1, 2003) ISSN: 0746–2468.

37

Jim Collins, *Good to Great*, New York: HarperBusiness, 2001.

38

Daniel P. Collins, *Seeding Tomorrow's Top Traders; Managed Money; Dunn Capital Management Provides Help to Commodity Trading Advisor Start-ups*. *Futures*, No. 6, Vol. 32, 67, (May 1, 2003) ISSN: 0746–2468.

39

Tricycle Asset Management, part of the Market Wizards Tour. Held on May 15, 2003 in Saskatoon, Saskatchewan.

40

Tricycle Asset Management, part of the Market Wizards Tour. Held on May 15, 2003 in Saskatoon, Saskatchewan.

41

Tricycle Asset Management, part of the Market Wizards Tour. Held on May 15, 2003 in Saskatoon, Saskatchewan.

42

Amy Rosenbaum, *1990s Highs and Lows: Invasions, Persuasions and Volatility*. *Futures*, Vol. 19, No. 14 (December, 1990), 54.

43

«Пилообразный» рынок – рынок с частыми колебаниями, на котором быстро сменяют друг друга небольшие подъемы и спады. – *Примеч. перев.*

44

Andrew Osterland, *For Commodity Funds, It Was as Good as It Gets*. *Business Week* (September 14, 1998).

45

Jack Reerink, *Dunn: Slow Reversal Pays Off*. *Futures*, Vol. 25, No. 3 (March 1996).

46

Mike Mosser, *Learning from Legends*. *Futures*, Vol. 29, No. 2 (Feb. 2000).

- 47
How Managed Money Became a Major Area of the Industry; Futures Market. Futures, Vol. 21, No. 9 (July 1992), 52.
- 48
Mary Ann Burns, Industry Icons Assess the Managed Futures Business. Futures Industry Association (May/June 2003).
- 49
Carla Cavaletti, Comeback Kids: Managing Drawdowns According to Commodity Trading Advisors. Futures Vol. 27, No. 1 (January, 1998), 68.
- 50
Excerpt from Dunn Capital Management Monthly Commentary for February 2003.
- 51
Barclay Trading Group, Ltd. Barclay Managed Futures Report. Vol. 3, No. 3 (Third quarter 1992), 2.
- 52
A Conversation with William Lipschutz and Daniel Dunn. Tricycle Asset Management Webcast Conference.
- 53
Monster.com Ad.
- 54
Disclosure Document. Dunn Capital Management.
- 55
Lois Peltz, The New Investment Superstars. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2001.
- 56
Mary Ann Burns, Industry Icons Assess the Managed Futures Business. Futures Industry Association (May/June 2003).
- 57
Mark S. Rzepczynski, John W. Henry & Co. Year in Review, December 2000.
- 58
Michael Peltz, John W. Henry's Bid to Manage the Future. Institutional Investor (August 1996).
- 59
Ginger Szala, John W. Henry: Long-term Perspective. Futures (1987).
- 60
Lois Peltz, The New Investment Superstars. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2001.
- 61
Lois Peltz, The New Investment Superstars. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2001.
- 62
Futures Industry Association Conference Seminar. Trading System Review, November 2, 1994.
- 63
FIA – Futures Industry Association – ассоциация, объединяющая организации, работающие на американском рынке фьючерсов. – *Примеч. перев.*
- 64

- Presentation in Geneva, Switzerland on September 15, 1998.
65
- Presentation in Geneva, Switzerland on September 15, 1998.
66
- Presentation in Geneva, Switzerland on September 15, 1998.
67
- Федеральная резервная система США (ФРС).
68
- Алан Гринспен – бывший глава Федеральной резервной системы США. – *Примеч. науч. ред.*
69
- FIA Research Division Dinner held in New York City on April 20, 1995.
70
- Email to TurtleTrader.com.
71
- Daniel P. Collins, Long-term Technical Trend-following Method for Managed Futures Programs. *Futures*, Vol. 30, No. 14 (November, 2001). 22.
72
- Thom Hartle, ed., Ed Seykota of Technical Tools. *Technical Analysis of Stocks & Commodities*, Vol. 10, No. 8, (August 1992) 328–331. (Used with permission; www.traders.com).
73
- Thom Hartle, ed., Ed Seykota of Technical Tools. *Technical Analysis of Stocks & Commodities*, Vol. 10, No. 8, (August 1992) 328–331. (Used with permission; www.traders.com).
74
- Thom Hartle, ed., Ed Seykota of Technical Tools. *Technical Analysis of Stocks & Commodities*, Vol. 10, No. 8, (August 1992) 328–331. (Used with permission; www.traders.com).
75
- Thom Hartle, ed., Ed Seykota of Technical Tools. *Technical Analysis of Stocks & Commodities*, Vol. 10, No. 8, (August 1992) 328–331. (Used with permission; www.traders.com).
76
- Shawn Tully, Princeton’s Rich Commodity Scholars. *Fortune* (February 9, 1981), 94.
77
- The Trading Tribe at Seykota.com. See www.seykota.com/tribe/
78
- <http://sysdyn.clexchange.org/sd-intro/home.html>.
79
- The Trading Tribe at Seykota.com. See www.seykota.com/tribe/
80
- Gibbons Burke, How to Tell a Market by Its Covers: Financial Market Predictions Based on Magazine Covers. *Futures*, Vol. 22, No. 4 (April 1993), 30.

81

Your Trading Edge. See <http://www.yte.com.au>.

82

Чартист – биржевой аналитик, основывающий свои оценки на анализе цен и объемов сделок с помощью специальных графиков – чартов, т. е. столбчатых диаграмм, или гистограмм. – *Примеч. перев.*

83

График «крестики-нолики» используется в техническом анализе. Он не отображает временную шкалу, по графику кривая цен строится после появления другого направления тренда; крестик рисуется, если цены снизились на определенное количество пунктов; если цены повысились на определенное количество пунктов, то рисуется нолик. – *Примеч. перев.*

84

Darrell R. Jobman, How Managed Money Became a Major Area of the Industry. *Futures* Vol. 21, No. 9 (July 1992), 52.

85

Futures Industry Association Conference Excerpt. Campbell and Company.

86

Value of Adding Managed Futures. Marketing Documents. Campbell and Company.

87

The Futures and Industry Association's Future and Options Expo '98. Held at the Sheraton Chicago Towers & Hotel in Chicago, 111., on October 14–16, 1998.

88

The Futures and Industry Association's Future and Options Expo '98. Held at the Sheraton Chicago Towers & Hotel in Chicago, 111., on October 14–16, 1998.

89

The Futures and Industry Association's Future and Options Expo '98. Held at the Sheraton Chicago Towers & Hotel in Chicago, 111., on October 14–16, 1998.

90

The Futures and Industry Association's Future and Options Expo '98. Held at the Sheraton Chicago Towers & Hotel in Chicago, 111., on October 14–16, 1998.

91

The Futures and Industry Association's Future and Options Expo '98. Held at the Sheraton Chicago Towers & Hotel in Chicago, 111., on October 14–16, 1998.

92

Chuck Epstein, The World According to J. Parker. *Managed Account Reports* (November 1998).

93

Barclay Trading Group, Ltd. *Barclay Managed Futures Report*. Vol. 2, No. 3 (Third quarter 1991), 2.

94

Simon Romero, A Homespun Hedge Fund, Tucked Away in Texas. *New York Times*, December 28, 2003, Business, 1.

95

Futures (March 1995).

96

«Лига плюща» (Ivy League) – объединение восьми старейших привилегированных учебных заведений на северо-востоке США: Корнельский университет в Итаке, Университет Брауна в Провиденс, Колумбийский университет в Нью-Йорке, Дартмутский колледж в Ганновере, Гарвардский университет в Кембридже, Принстонский университет в Принстоне, Пенсильванский университет в Филадельфии, Йельский университет в Нью-Хейвене. – *Примеч. перев.*

97

Simon Romero, A Homespun Hedge Fund, Tucked Away in Texas, New York Times, December 28, 2003, Business, 1.

98

See www.abrahamtrading.com.

99

Simon Romero, A Homespun Hedge Fund, Tucked Away in Texas, New York Times, December 28, 2003, Business, 1.

100

Jack Schwager, Market Wizards: Interviews with Top Traders, New York: New York Institute of Finance, 1989.

101

Greg Burns, Rich Dennis: A Gunslinger No More. Business Week (April 7, 1997).

102

Susan Abbott, Richard Dennis: Turning a Summer Job into a Legend. Futures (September 1983), 57.

103

Susan Abbott, Richard Dennis: Turning a Summer Job into a Legend. Futures (September 1983), 58.

104

William Baldwin, Rugs to Riches (Section: The Money Men), Forbes, (March 1, 1982).

105

Barbara Dixon, Richard Donchian: Managed Futures Innovator and Mentor. Futures Industry Association.

106

Barbara Dixon, Richard Donchian: Managed Futures Innovator and Mentor. Futures Industry Association.

107

William Baldwin, Rugs to Riches (Section: The Money Men), Forbes, (March 1, 1982).

108

Теория Доу – теория анализа фондовой конъюнктуры, основанная на интерпретации движения индексов Доу-Джонса для промышленных и транспортных акций; превышение обоими индексами предыдущего пика свидетельствует о тенденции к повышению, а падение ниже предшествующего минимального значения – о тенденции к понижению. – *Примеч. перев.*

109

William Baldwin, Rugs to Riches (Section: The Money Men), Forbes, (March 1, 1982).
110

Futures Industry Association Review: Interview: Money Managers. See www.fiafii.org.
111

Barbara S. Dixon – Discretionary Accounts. Managed Account Reports. Report No. 20, No. 14, 5.
112

Barbara S. Dixon – Discretionary Accounts. Managed Account Reports. Report No. 20, No. 14, 5.
113

Edwin Lefevre. Reminiscences of a Stock Operator. New York: George H. Doran Company, 1923.
114

Dickson G. Watts, Speculation as a Fine Art. Reprint. Fraser Publishing Co., 1997.
115

Alexander M. Ineichen, Absolute Returns. New York, John Wiley and Sons, 2003, 19.
116

Disclosure Document. John W. Henry & Company, Inc., August 22, 2003.
117

BMFR. Barclay Trading Group (First Quarter 2003).
118

International Traders Research Star Ranking System Explanation. See <http://managedfutures.com>.
119

David Greising, How Managed Funds Managed to Do So Poorly. Business Week, No. 3294 (Nov. 23, 1992), 112.
120

Desmond McRae, Top Traders. Managed Derivatives (May 1996).
121

Trend Following: Performance, Risk and Correlation Characteristics. White Paper, Graham Capital Management.
122

Ben Warwick, The Holy Grail of Managed Futures (cover story). Managed Account Reports (MAR), No. 267 (May, 2001), 1.
123

Definition from the Institutional Advisory Services Group (IASG). See www.iasg.com.
124

Marketing Materials. Dunn Capital Management, Inc.
125

D. Harding, G. Nakou and A. Nejjar, «The Pros and Cons of Drawdown as a Statistical Measure of Risk for Investments». AIMA Journal, April 2003, 16–17.
126

The Value of a Long-Term Perspective. Marketing Document. John W. Henry and Company, Inc. October 1999.

127

Thomas F. Basso, When to Allocate to a CTA? – Buy Them on Sale.

128

Julius A. Staniewicz, Learning to Love Non-Correlation. Investor Support. John W. Henry and Company, Inc.

129

Ginger Szala, Tom Shanks: Former «Turtle» Winning Race the Hard Way. Futures, Vol. 20, No. 2 (Jan. 15, 1991), 78.

130

Carla Cavaletti, Turtles on the Move. Futures Magazine, Vol. 27 (June 1998), 79.

131

Laurie Kaplan, Turning Turtles into Traders. Managed Derivatives (May 1996).

132

Larry Harris, Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners. New York: Oxford University Press, 2003.

133

Larry Harris, The Winners and Losers of the Zero-Sum Game: The Origins of Trading Profits, Price Efficiency and Market Liquidity. Draft 0.911, May 7, 1993.

134

Larry Harris, The Winners and Losers of the Zero-Sum Game: The Origins of Trading Profits, Price Efficiency and Market Liquidity. Draft 0.911, May 7, 1993.

135

Larry Harris, The Winners and Losers of the Zero-Sum Game: The Origins of Trading Profits, Price Efficiency and Market Liquidity. Draft 0.911, May 7, 1993.

136

Danny Hakim, Huge Losses Move Soros to Revamp Empire. The New York Times. May 1, 2000.

137

Enoch Cheng. «Of Markets and Morality...» Caffi Bagola weblog, August 27, 2002. See http://bagola.blogspot.com/2002_08_25_bagola_archive.html.

138

Written Testimony Submitted for the Record of Lawrence Parks, Executive Director, The Foundation for the Advancement of Monetary Education. Before the Subcommittee on Capital Markets, Securities, and GSE's; House Committee on Banking and Financial Services, United States House of Representatives. Hearing on Hedge Funds, March 3, 1999.

139

Danny Hakim, Huge Losses Move Soros to Revamp Empire. The New York Times. May 1, 2000.

140

Danny Hakim, Huge Losses Move Soros to Revamp Empire. The New York Times. May 1, 2000.

141

In re Merrill Lynch & Co. Inc. Research Reports Securities Litigation, 02 MDL 1484. Ruling by Federal Judge Milton Pollack dismissing class-action claims brought against Merrill

- Lynch & Co. and its former analyst Henry Blodgett.
142
Fannie Mae – распространенное название Федеральной национальной ипотечной ассоциации США (Federal National Mortgage Association) – *Примеч. перев.*
143
Financial Trader, Vol. 1, No. 7 (Sept./Oct. 1994), 26.2.
144
Jason Zweig, Do You Sabotage Yourself? Business 2.0 (May 2001).
145
David Dreman, Contrarian Investment Strategies. New York: Simon & Schuster; 1998.
146
Steven Pearlstein, The New Thinking about Money Is That Your Irrationality Is Predictable. The Washington Post, Jan. 27, 2002, H01.
147
Harris Collingwood, The Sink or Swim Economy. The New York Times, June 8, 2003.
148
Ayn Rand, Atlas Shrugged. New York: Random House, 1957.
149
Futures, Vol. 22, No. 12. (November 1993), 98.
150
Daniel Goleman, Emotional Intelligence. New York: Bantam, 1995.
151
Daniel Goleman, «What Makes a Leader?» Harvard Business Review, 1998.
152
Daniel Goleman, «What Makes a Leader?» Harvard Business Review, 1998.
153
Daniel Goleman, «What Makes a Leader?» Harvard Business Review, 1998.
154
Tom Girard, The Wizards Cast a Spell, Financial Trader, No. 4 (July 1995).
155
Tom Girard, The Wizards Cast a Spell, Financial Trader, No. 4 (July 1995).
156
Jack D. Schwager, The New Market Wizards. New York: Harper Business, 1992, 416.
157
The Trading Tribe at Seykota.com. See www.seykota.com/tribe.
158
Robert Koppel, The Intuitive Trader. New York: John Wiley and Sons, Inc, 1996, 74.
159
David Nusbaum, Mind Games; Trading Behavior. Futures, Vol. 23, No. 6 (June 1994), 60.
160
Michael J. Mauboussin and Kristen Bartholdson, All Systems Go: Emotion and Intuition in Decision-Making. The Consilient Observer, Vol. 3, No. 2 (January 27, 2004).
161
Jack D. Schwager, The New Market Wizards. New York: Harper Business, 1992.

- 162
PSD – бедный, сообразительный и отчаянно стремящийся разбогатеть (Poor, Smart and Deep Desire to become rich). – *Примеч. авт.*
- 163
Alan Greenberg, *Memos from the Chairman*. New York: Workman Publishing, 1996.
- 164
Lewis Carroll, *Alice's Adventures in Wonderland*. 1865.
- 165
Gerd Gigerenzer and Peter M. Todd, *Simple Heuristics That Make Us Smart*. New York: Oxford University Press, 1999, 28.
- 166
Carla Fried, *The Problem with Your Investment Approach*. *Business 2.0* (November 2003), 146.
- 167
Seykota.com.
- 168
See www.2think.org.
- 169
Gerd Gigerenzer and Peter M. Todd, *Simple Heuristics That Make Us Smart*. New York: Oxford University Press, 1999, 14.
- 170
Gerd Gigerenzer and Peter M. Todd, *Simple Heuristics That Make Us Smart*. New York: Oxford University Press, 1999, 358.
- 171
Futures, Vol.22, No.12 (November 1993), 98.
- 172
Gerd Gigerenzer and Peter M. Todd, *Simple Heuristics That Make Us Smart*. New York: Oxford University Press, 1999, 361.
- 173
Gerd Gigerenzer, *Smart Heuristics*. Edge Foundation, Inc., March 31, 2003. See www.edge.org.
- 174
Presentation before the New York Mercantile Exchange.
- 175
Market Commentary. John W. Henry and Company.
- 176
Daniel P. Collins, *Building a Stronger Fort* (Trader Profile: Yves Balcer and Sanjiv Kumar). *Futures*, Vol. 21, No. 6 (May 1, 2003), 82.
- 177
Gerd Gigerenzer, *Smart Heuristics*. Edge Foundation, Inc., March 31, 2003. See www.edge.org.
- 178
Clayton M. Christensen, *The Innovator's Dilemma*. Boston: Harvard Business School Press, 1997.

179

Michael J. Mauboussin and Kristen Bartholdson, Be the House: Process and Outcome in Investing. The Consilient Observer, Vol. 2, No. 19 (Credit Suisse First Boston, Oct. 7, 2003).

180

J. Edward Russo and Paul J. H. Schoemaker, Winning Decisions. New York: Doubleday, 2002.

181

Thomas Harris, The Silence of the Lambs. New York: St. Martin's Press, 1988.

182

Definition of physics taken from Webster's Revised Unabridged Dictionary. Springfield, MA: G.C. Merriam, 1913.

183

Jessica James and Neil Johnson, Physics and Finance. Visions: Briefing Papers for Policy Makers. Institute of Physics and IOP Publishing Ltd., 1999–2000.

184

See www.criticalthinking.org.

185

See www.criticalthinking.org.

186

Manus J. Donahue III, An Introduction to Chaos Theory and Fractal Geometry, 1997. See www.duke.edu/~mjd/chaos/chaosh.html.

187

Gerd Gigerenzer, Smart Heuristics. Edge Foundation, Inc., March 31, 2003. See www.edge.org.

188

Elementary Concepts in Statistics. See <http://statsoftinc.com/textbook/stathome.html>.

189

Michael J. Mauboussin and Kristen Bartholdson, A Tail of Two Worlds, Fat Tails and Investing. The Consilient Observer, Vol. 1, No. 7 (Credit Suisse First Boston, Apr. 9, 2002).

190

Jerry Parker, The State of the Industry. Managed Account Reports, Inc. (June, 2000).

191

Daniel P. Collins, Chenier: Systematizing What Works (Trader Profile). Futures, Vol. 32, No. 9 (July 1, 2003), 86.

192

Larry Swedroe, Buckingham Asset Management. See <http://www.bamstl.com/>.

193

Larry Swedroe, Buckingham Asset Management. See <http://www.bamstl.com/>.

194

Mark Rzepczynski, Ph.D., Return Distribution Properties of JWH Investment Programs, Stock and Bond Indices, and Hedge Funds. John W. Henry and Co., No. V, June 2000.

195

Jim Rogers, Investment Biker. New York: Random House, 1994.

196

Of Pimps, Punters and Equities. The Economist (March 24, 2001).
197
Crossfire. CNN (Dec. 21, 1999).
198
Richard Rudy, Buy and Hold: A Different Perspective. Barclay Managed Futures Research (Fourth quarter 2001).
199
Jerry Parker, The State of the Industry. Managed Account Reports, Inc. (June, 2000).
200
Richard Rudy, Buy and Hold: A Different Perspective. Barclay Managed Futures Research (Fourth quarter 2001).
201
<http://www.fool.com/boringport/2000/boringport000501.htm>.
202
David Dukceвич. Forbes (May 6, 2002).
203
News Release. Berkshire Hathaway, Inc. May 22, 2002.
204
Washington Post, March 6, 2003, E01.
205
James K. Glassman, Washington Post, Dec. 9, 2001.
206
Усреднение убытков – наращивание капиталовложений путем инвестирования равных сумм через регулярные промежутки времени при несении потерь на финансовом рынке, что позволяет снизить среднюю стоимость каждой приобретенной ценной бумаги. – *Примеч. перев.*
207
James K. Glassman, Washington Post, Feb, 17, 2002.
208
Jennifer Karchmer, Tiger Management Closes: Julian Robertson Plans to Return Money to Shareholders after Losses in Value Stocks. CNNfn, March 30, 2000: 6:59 p.m. EST.
209
Aaron L. Task, Requiem for a Heavyweight. TheStreet.com.
210
Edward Clendaniel, After the Sizzle Comes the Fizzle. Forbes.com, Mar. 25, 2002.
211
Allan Sloan, Washington Post, Mar. 26, 2002, E01.
212
See <http://www.charlotte.com/mld/observer/business/3560508.htm>.
213
The Trading Tribe at Seykota.com. See www.seykota.com.
214
See <http://www.turtletrader.com/images/merrill.gif> to view this direct mail marketing flyer.

- 215
Jerry Garcia and Robert Hunter, «Casey Jones». Originally appears on The Grateful Dead, Workingman's Dead, 1970.
- 216
The Trading Tribe at Seykota.com. See www.seykota.com.
- 217
Marketing Materials. Dunn Capital Management, Inc.
- 218
Commencement address given before the graduating class of 1989, University of Georgia, June 17, 1989.
- 219
Edward O. Thorp, The Mathematics of Gambling. Hollywood CA, 1984.
- 220
Going Once, Going Twice. Discover (August 2002), 23.
- 221
Monthly Commentary. Dunn Capital Management, Inc.
- 222
Monthly Commentary. Dunn Capital Management, Inc.
- 223
Thomas L. Friedman, The Lexus and The Olive Tree. New York: Farrar, Straus, Giroux, 1999.
- 224
Gibbons Burke, Managing Your Money. Active Trader (July 2000).
- 225
Craig Pauley, How to Become a CTA. Based on Chicago Mercantile Exchange Seminars, 1992–1994. June 1994.
- 226
Ed Seykota and Dave Druz, Determining Optimal Risk. Technical Analysis of Stocks and Commodities Magazine, Vol. 11, No. 3, March 1993. 122–124. See www.traders.com. Used with permission.
- 227
Gibbons Burke, Gain Without Pain: Money Management in Action. Futures, Vol. 21, No. 14 (December 1992), 36.
- 228
Tom Basso, How to Become a CTA. Based on Chicago Mercantile Exchange Seminars, 1992–1994. June 1994.
- 229
Carla Cavaletti, Comeback Kids: Managing Drawdowns According to Commodity Trading Advisors. Futures, Vol. 27, No. 1 (January, 1998), 68.
- 230
Michael Peltz, John W. Henry's Bid to Manage the Future. Institutional Investor (August 1996).
- 231
InterMarket, The Worldwide Futures and Options Report. Chicago: InterMarket

Publishing Group, July 1984.
232
The Trading Tribe at Seykota.com. See www.seykota.com.
233
Oliver Conway, Cover story about John W. Henry & Company, Inc. Managed Derivatives (May 1996).
234
Ted Williams, The Science of Hitting. New York: Simon & Schuster, 1986, 7.
235
Desmond McRae, 31 Year Track Record of 18, 1 %. Managed Account Reports: Extracting Inherent Value from Managed Futures (March 2003).
236
Ellyn E. Spragins, Gary Weiss, and Stuart Weiss, Contrarians. Business Week, The Best of 1986 (Dec. 29, 1986), 74.
237
Washington Post, Dec. 9, 2001.
238
Jack D. Schwager, The New Market Wizards. New York: Harper Business, 1992.
239
Jerry Parker, The State of the Industry. Managed Account Reports, Inc. (June, 2000).
240
Bruce Terry, Managed Account Reports (September 2001).
241
Morton Baratz, Do Trend Followers Distort Futures Prices? Managed Account Reports, No. 43, 9.
242
Sharon Schwartzman, Computers Keep Funds in Mint Condition: A Major Money Manager Combines the Scientific Approach with Human Ingenuity, Wall Street Computer Review, Vol. 8, No. 6 (March 1991), 13.
243
Sharon Schwartzman, Computers Keep Funds in Mint Condition: A Major Money Manager Combines the Scientific Approach with Human Ingenuity. Wall Street Computer Review, Vol. 8, No. 6 (March 1991), 13.
244
Barclay Trading Group, Ltd., Barclay Managed Futures Report, Vol. 4, No. 1 (First quarter 1993), 3.
245
Barclay Trading Group, Ltd., Barclay Managed Futures Report, Vol. 4, No. 1 (First quarter 1993), 10.
246
Presentation in Geneva, Switzerland on September 15, 1998.
247
Trading System Review. Futures Industry Association Conference Seminar on November 2, 1994.

- 248
Tom Basso, How to Become a CTA. Based on Chicago Mercantile Exchange Seminars, 1992–1994. June 1994.
- 249
Leo Melamed, Escape to the Futures. New York: John Wiley and Sons, 1996.
- 250
The Trading Tribe at Seykota.com. See www.seykota.com.
- 251
Alexander M. Ineichen, Absolute Returns. New York: John Wiley and Sons, 2003, 64.
- 252
Keith Campbell, Campbell & Co., Managed Account Reports.
- 253
Thomas Scheeweis, Dealing with Myths of Hedge Fund Investment. The Journal of Alternative Investments (Winter 1998).
- 254
Who's to Blame Next? Asterias Info-Invest, Editorial. London, Asterias, Ltd.
- 255
Jerry Parker, The State of the Industry. Managed Account Reports, Inc. (June, 2000).
- 256
Carla Cavaletti, Comeback Kids: Managing Drawdowns According to Commodity Trading Advisors. Futures Vol. 27, No. 1 (January, 1998), p. 68.
- 257
Bill Dunn, MAR's Mid Year Conference on Alternative Investment Strategies held June 22–24, 1999.
- 258
«Ключ к Ребекке» – популярный шпионский роман Кена Фоллета. – *Примеч. перев.*
- 259
Название таких фондов происходит от слова «хедж» – страховка, что, учитывая весьма рискованные методы работы таких фондов, действительно выглядит странно. – *Примеч. ред.*
- 260
David Nelson, «Hedge Funds “to Blame”». The Australian, May 30, 2005.
- 261
The Trading Tribe at Seykota.com. See www.seykota.com/tribe/.
- 262
Издержки «проскальзывания» – разница между предполагаемой и действительной ценой сделки по купле-продаже активов. – *Примеч. перев.*
- 263
See www.millburncorp.com.
- 264
See www.jimhamer.com.
- 265
Jerry M. Harris, Considering Managed Futures? Don't Focus on the Hole in the Donut. Managed Funds Association, October 1999.

266

Morton S. Baratz, *The Investor's Guide to Futures Money Management*. Columbia, MD: Futures Publishing Group, 1984, 78-79.