

РОДЖЕР ЛОВЕНСТАЙН

КОГДА ГЕНИЙ ТЕРПИТ ПОРАЖЕНИЕ

ВЗЛЕТ И ПАДЕНИЕ КОМПАНИИ
LONG-TERM CAPITAL MANAGEMENT,
ИЛИ КАК ОДИН НЕБОЛЬШОЙ БАНК
СОЗДАЛ ДЫРУ В ТРИЛЛИОН ДОЛЛАРОВ



МОСКВА
ИЗДАТЕЛЬСТВО «ОЛИМП-БИЗНЕС»
2022

Оглавление

От издательства	VI
От автора	XI
Введение	XV

Часть I

Взлет компании

Long-Term Capital Management

Глава 1 ■ Меривезер	3
Глава 2 ■ Хедж-фонд	35
Глава 3 ■ На гребне волны	61
Глава 4 ■ Дорогие инвесторы!	95
Глава 5 ■ В угаре борьбы	125
Глава 6 ■ Нобелевская премия	150

Часть II

Падение компании

Long-Term Capital Management

Глава 7 ■ «Центральный банк волатильности»	193
Глава 8 ■ Обвал	225
Глава 9 ■ Человеческий фактор	252
Глава 10 ■ В Федеральной резервной системе	289
Эпилог	341
Примечания	368

Часть I

**Взлет компании
Long-Term Capital
Management**

Глава 1

Меривезер

Если в период работы в Salomon Brothers Джон Меривезер открыл для себя некую непреложную истину, то она звучала примерно так: эксплуатируй свои убытки до тех пор, пока они не обратятся в прибыль. Можно точно установить момент, когда на Меривезера снизошло это озарение. В 1979 году занимавшаяся торговлей ценными бумагами дилерская компания под названием J. F. Eckstein & Co. оказалась на грани банкротства. Ударившийся в панику Экстайн пришел в Salomon и встретился с группой специалистов этой компании. В группу входили несколько партнеров Salomon, а также Меривезер, бывший тогда херувимоподобным трейдером 31 года от роду. «Мне достался отличный бизнес, но я не могу заниматься им, — взмолился Экстайн, обращаясь к собравшимся. — Как насчет того, чтобы купить мой бизнес?»

Ситуация была такова: Экстайн торговал фьючерсами по казначейским обязательствам. Как предполагает само название

этого бизнеса, дело заключалось в обеспечении продажи обязательств Казначейства США в будущем по определенной цене. Такими фьючерсами часто торгуют с небольшим дисконтом по отношению к цене реальных, лежащих в основе операций долговых обязательств. В ходе конкретной арбитражной сделки Экстайн приобретал фьючерсы, продавал долговые обязательства, а затем ждал, когда цены на эти два товара сравняются. Поскольку большинство людей платят за долговое обязательство, которое они получают в ближайшем будущем, примерно столько же, сколько они заплатили бы за это обязательство на условии его немедленного приобретения, разумно предположить, что цены на фьючерсы по обязательствам и на обязательства как таковые *должны были* сойтись. В этой торговле была некая толика магии, и составлявшая бизнес Экстайна, будущий бизнес LTCM и, в сущности, бизнес любого арбитражера, когда-либо занимавшегося такими операциями. Экстайн понятия не имел, пойдут ли цены на парные ценные бумаги вверх или вниз, но это *его и не беспокоило*. Все, что имело для него значение, так это то, как две цены изменятся относительно друг друга.

Покупая фьючерсы на казначейские обязательства и открывая короткую позицию по реальным обязательствам (то есть поставив на то, что цены упадут), Экстайн на самом деле заключал два разнонаправленных пари одновременно¹⁾. В зависимости от того, пойдут ли цены вниз или вырастут, он мог рассчитывать на то, что получит прибыль по одной сделке и понесет убытки по другой. Но до тех пор пока более дешевый актив — фьючерсы — дорожали чуть больше (или падали в цене чуть меньше), чем казначейские обязательства, прибыль

1) По сути дела, те, кто продает быстро, продают ценные бумаги, приобретенные займы без покрытия. Вернуть ценную бумагу им предстоит позднее, а к тому времени цена, как они надеются, снизится. Принцип «покупай дешево, продавай дорого» по-прежнему сохраняет силу. Люди, которые быстро продают, попросту делают в этой формуле перестановку. В их интерпретации эта формула звучит так: «Продавай дорого, *затем* покупай дешево». — *Здесь и далее примечания автора.*

Экстайна по удачной сделке должна была превысить его убытки по другой сделке. В этом и заключается главная идея арбитражных операций.

Экстайн заключал такие пари много раз, и обычно ему сопутствовал успех. Поскольку он делал все больше денег, он постепенно повышал ставки. По какой-то причине в июне 1979 года привычную модель сменила противоположная: фьючерсы стали дороже обязательств. Будучи уверен в том, что традиционные отношения восстановятся, Экстайн втянулся в *очень* крупную сделку. Однако разрыв цен, вместо того чтобы сокращаться, увеличился еще больше. Экстайна просто сразили огромные требования дополнительного обеспечения, и от отчаяния он бросился продавать свой бизнес.

Как оказалось, Меривезер недавно создал в Salomon группу по арбитражной торговле облигациями. Он мигом понял, что в бизнесе Экстайна есть смысл хотя бы потому, что рано или поздно цены должны сойтись. Но пока они не сходились, Salomon рисковала десятками миллионов своего капитала, который приближался тогда лишь к 200 миллионам долларов. Партнеры проявляли нервозность, но согласились перехватить позиции Экстайна. В течение следующих двух недель спред продолжал расширяться, и Salomon понесла серьезные убытки. Счет движения капитала обычно записывали в маленькой книге и оставляли возле офиса, который занимал Аллан Файн, один из партнеров. Каждое утро другие партнеры, нервничая, на цыпочках крались к офису Файна, чтобы посмотреть, какие убытки они понесли. Меривезер хладнокровно настаивал на продолжении игры. «Или нам полегчает, — сказал ему Джон Гутфренд, управляющий партнер, — или вас уволят».

Цены все-таки сошлись, и Salomon получил крупную прибыль. Тогда едва ли кто-нибудь еще занимался торговлей финансовыми фьючерсами, но Меривезер понял суть фьючерсной торговли. На следующий же год его сделали партнером Salomon. Более важным стало то, что его маленькая команда, не слишком удачно названная Группой арбитражных операций с внутренними облигациями с фиксированным доходом (Domestic

Fixed Income Arbitrage Group), отныне получила карт-бланш на финансирование операций по спредам за счет капитала Salomon. Так Меривезер обрел, по сути, дело своей жизни.

Родившийся в 1947 году Меривезер вырос в квартале Роузмур района Роузленд в южной части Чикаго, где жили в основном ирландцы-католики, опора демократов и мэра Ричарда Дейли. Наш герой был одним из троих детей в семье, а та, в свою очередь, была частью более обширного клана, состоявшего из четверых двоюродных братьев, живших через переулок от дома Меривезеров. Собственно говоря, семья населяла всю округу. Меривезер знал практически всех живущих неподалеку. Это был самодовлеющий мир, вращавшийся вокруг баскетбольной площадки, магазинчика, где торговали содовой, и прихода. С востока этот мирок был ограничен Иллинойской центральной железной дорогой, а с севера — красными панелями забора, за которым лежала ничейная земля с железнодорожными мастерскими и заводами. Если этот район не был бедным, то, уж точно, он не был и богатым. Отец Меривезера служил бухгалтером, мать работала в отделе образования. Родители были людьми строгими. Семейство жило в небольшом доме из светло-коричневого кирпича, со стриженным газоном и маленьким садиком — в общем, все очень походило на жилища большинства соседей. Здесь все отправляли своих детей в платные приходские школы (тех немногих, кто этого не делал, подвергали остракизму за невозможность платить даже эти небольшие деньги). Меривезер, одетый в светло-синюю рубашку с черным галстуком, ходил в частную начальную школу Св. Иоанна Баптиста де ла Салля*, а потом в среднюю католическую школу Менделя**, где его учили священники-августинцы. Дис-

* Св. Иоанн Баптист де ла Салль (1651–1719) — основатель конгрегации Братья христианских школ. — *Примеч. ред.*

** Грегор Иоганн Мендель (1822–1884) — австрийский священник и биолог, заложивший основы генетики. Он математически вывел законы генетики, которые называются сейчас его именем. Преподавал физику и биологию в реальном училище, хотя не имел диплома учителя, и пользовался любовью и уважением своих учеников. — *Примеч. ред.*

циплина там была суровой. Мальчиков били линейкой перед классом. Получив образование в параноидально-джойсовском духе, Меривезер привык к постоянной и всесторонней упорядоченности. Как вспоминает один из его приятелей, сын парикмахера, «мы боялись сделать что-нибудь не так или лодырничать, потому что монахины могут за это проклясть на всю жизнь и ты попадешь в ад». Что касается их мирского предназначения, то говорилось (причем лишь наполовину в шутку), что у молодых парней из Роузмура три пути: пойти в колледж, стать полицейским или отправиться в тюрьму. У Меривезера не было сомнений относительно выбора, как не было сомнений на этот счет и у его сверстников.

Пользовавшийся популярностью, одаренный Меривезер, казалось, был предназначен для успеха. Он выдержал испытание на членство в Обществе национальной славы (National Honor Society), получив особенно высокие баллы по математике — предмету, совершенно необходимому для будущего трейдера, занимающегося операциями с облигациями. Возможно, его влекла математическая упорядоченность. В нем всегда преобладала сдержанность, словно ее потеря могла вызвать наказание линейкой. Хотя, как вспоминает один из детских приятелей Меривезера, с которым у того не сложились отношения, Меривезер никогда не попадал в серьезные неприятности¹. Всегда владея своими чувствами, Меривезер душил любые безрассудные импульсы и скрывал свои порывы под благопристойной сдержанностью. Он был умен, но не гениален, симпатичен, но незаметен. На самом деле он был довольно типичным представителем своей среды и своего времени, когда выделяться из общей массы считалось нецелесообразно и даже опасно.

Меривезер, впрочем, любил азартные игры, но лишь тогда, когда шансы настолько благоприятствовали ему, что давали преимущества. Азартные игры были на самом деле той сферой, где его осторожный подход к риску можно было использовать с пользой. Он научился играть на бегах, а еще, с легкой руки игравшей в карты бабушки, — в блэк-джек. Обладая врожденным чувством цифр, он станет играть в тотализатор

на бейсбольную команду «Chicago Cubs», но не прежде, чем заполучит прогноз погоды, который позволит ему знать, какие ветры будут дуть на стадионе «Wrigley Field»². В 12 лет или около того он впервые попробовал инвестировать, но было бы неверным предполагать, что кому-либо — его сверстникам или ему самому — приходило в голову, что этот обыкновенный мальчик с каштановыми волосами станет одним из тех героев, которым Горацио Алджер предрек славу на Уолл-стрит. «Джон и его старший брат делали деньги на покупке акций, еще когда учились в старших классах школы, — спустя десятилетия вспоминала мать Меривезера, — советы ему давал отец». Так начиналась эта история.

Меривезер вырвался из Роузмура благодаря одной страсти — но не к инвестированию, а к гольфу. С младых ногтей он как замороженный ходил вокруг площадок для игры в гольф в парках, что было необычным времяпрепровождением для мальчишки из Роузмура, и стал выдающимся членом школьной команды, дважды выигрывал турнир по гольфу, организуемый высшей спортивной школой Chicago Suburban Catholic League. А еще он работал кэджи* в гольф-клубе в пригороде Флоссмур, что было сопряжено с долгими поездками на поезде или автобусе на юг от города. Старшие служащие Флоссмура навели глянец на усердного молодого человека приятной наружности и позволили ему обслуживать самых богатых игроков, что было весьма выгодной привилегией. Один из членов гольф-клуба внес имя Меривезера в список кандидатов на стипендию Чика Эванса**, названную в честь жившего в начале XX века знаменитого игрока в гольф, которому пришла счастливая мысль профинансировать получение высшего обра-

* Кэджи — помощник игрока в гольф. Он носит за игроком сумку с клюшками, подсказывает расстояние до лунки, советует, какую клюшку взять. Словом, является правой рукой игрока. На больших турнирах кэджи даже получает 10% выигрыша своего игрока. — *Примеч. ред.*

** Американский игрок в гольф, не проигравший ни одного турнира с 1907 по 1962 год. Годы жизни: 1890–1973. — *Примеч. ред.*

зования мальчиками, подававшими клюшки. Меривезер выбрал Северо-Западный университет в расположенном на берегу холодного озера Мичиган городе Эванстоне, штат Иллинойс. Университет находился в 25 милях от Роузмура — и в другой вселенной. До этого момента жизнь Джона Меривезера была освещена двумя довольно противоречивыми истинами. Первая из них утверждала, что ощущение благополучного бытия можно получить, будучи встроенным в группу вроде сообщества соседей или членом одного церковного прихода, благодаря религиозной преданности ценностям и обрядам церкви. Порядок и привычка сами по себе были добродетелями. Но вторая усвоенная Меривезером истина утверждала, что выделяться из общей массы, пусть и незначительно, все-таки стоит, хотя среди его соседей по кварталу никто в эту игру не играл.

Закончив Северо-Западный университет, Меривезер год преподавал математику в средней школе, а затем поступил в Чикагский университет, чтобы получить степень по бизнесу. Студентом, учившимся в одной с Меривезером группе, был сын фермера по имени Джон Корзайн, впоследствии ставший соперником Меривезера на Уолл-стрит. Меривезер оплачивал обучение, работая аналитиком в CAN Financial Corporation, и закончил школу бизнеса в 1973 году. На следующий год Меривезера, превратившегося в крепко сложенного человека 27 лет от роду с бегающими глазами и круглыми щеками с ямочками, взяли на работу в Salomon. Тогда эта компания все еще была небольшой, но находилась в центре великих перемен, которые повсеместно потрясали рынки облигаций.

До середины 60-х годов XX века торговля облигациями была унылым занятием. Инвестор покупал облигации, частенько — в трастовом отделении местного банка, ради получения стабильного дохода и, до тех пор пока по облигациям не объявляли дефолт, был так или иначе доволен своим приобретением, если вообще о нем думал. Активно торговали облигациями лишь немногие инвесторы, и идея об управлении портфелем облигаций ради получения более высокого дохода, чем тот, что получает сосед, или ради того, чтобы превзойти стандарт-

ный уровень прибыли, получаемой на рынке, просто никому не приходила в голову. А вообще-то такая мысль была хороша, поскольку не существовало и соответствующего индекса таких ценных бумаг. Высшим авторитетом в области операций с облигациями был работавший в том же Salomon Сидни Хомер, получивший образование в Гарварде господин классических убеждений и вкусов, приходившийся дальним родственником художнику Уинслоу Хомеру и сыном исполнительнице партий сопрано в Метрополитен-Опера. Хомер, автор огромной книги «*A History of Interest Rates: 2000 BC to the Present*» («История процентных ставок: с 2000 года до н.э. по нынешний день»), был ученым и джентльменом, представителем той породы, которой вскоре предстояло исчезнуть с Уолл-стрит.

Хомер имел дело с рынками, отличавшимися (по крайней мере, от современных рынков) фиксированными соотношениями: курсы валют были стабильными, процентные ставки — регулируемы, а цена золота — фиксированной (и равнялась 35 долларам за унцию). Но эпидемия инфляции, поразившая Запад в конце 1960-х годов, уничтожила этот уютный мир раз и навсегда. По мере роста инфляции росли и процентные ставки, и те облигации с золочеными обрезками, которые были куплены во времена, когда ставка 4% казалась привлекательной, потеряли половину своей стоимости, а то и больше. В 1971 году США отказались от регулирования цены на золото; затем арабы ввели эмбарго на поставки нефти. Если у держателей облигаций еще таилась какая-то иллюзия стабильности, то и эту иллюзию навсегда разрушило банкротство компании Penn Central Railroad, чьими основными совладельцами были компании, платившие своим акционерам высокие дивиденды. Люди, вложившие деньги в облигации, по большей части по колено увязли в убытках и больше не испытывали счастья от своего положения. Мало-помалу правительства по всему миру были вынуждены снять ограничения на процентные ставки и на валюты. Мира фиксированных соотношений больше не существовало.

Неожиданно всех потянуло на самое простое: теперь исключительно ходовым товаром стали деньги. Фьючерсные биржи изобретали новые контракты на финансовые товары вроде казначейских обязательств и облигаций или японских йен. Повсюду появлялись новые инструменты, новые опционы, новые облигации, которыми можно (и нужно) было торговать как раз тогда, когда возникли профессиональные портфельные управляющие, желавшие торговать этими инструментами. К концу 1970-х годов компании вроде Salomon кроили облигации как хотели, делая это такими способами, о каких Хомер никогда и не мечтал: например, смешивая залоги недвижимости и затем дистиллируя их в твердые ценные бумаги, которые легко продавались.

Другой крупной переменной стало внедрение компьютеров. Еще в конце 1960-х годов всякий раз, когда трейдеры хотели установить цену какой-либо облигации, им приходилось лезть в толстую синюю книгу. В 1969 году Salomon взял на работу математика Мартина Лейбовица, который и приобрел первый компьютер для компании. Лейбовиц стал самым известным в истории математиком — или так, по крайней мере, казалось тогда, когда рынок облигаций кипел, а трейдеры Salomon, больше не имевшие времени рыться в синей книге, толпились вокруг Лейбовица, чтобы узнать цены облигаций, необходимые им незамедлительно. К началу 1970-х годов у трейдеров появились собственные примитивные ручные калькуляторы, немного ускорившие ритм работы на рынках облигаций.

Меривезер, пришедший на работу в финансовый отдел Salomon, известный под названием отдел по сделкам репо*, по-

* Термин *repo* происходит от английского *repurchase agreement* — соглашение об обратном выкупе. Репо с ценными бумагами представляет собой финансовую операцию, состоящую из двух частей. При исполнении первой части одна сторона продает другой ценные бумаги и одновременно принимает на себя обязательства по выкупу этих ценных бумаг через определенный срок по установленной цене. Этому обязательству по выкупу соответствует встречное обязательство другой стороны по обратной продаже. — *Примеч. ред.*

пал туда как раз в тот момент, когда рынком облигаций завладевала неразбериха. Некогда предсказуемый и сравнительно низкорисковый мир торговли облигациями пульсировал в такт изменениям и появляющимся новым возможностям, вожделенным для молодых аналитиков с острым глазом. Меривезер, который, прибыв в Нью-Йорк, не знал там ни единой души, снял комнату в одном из спортклубов Манхэттена и вскоре обнаружил, что облигации созданы прямо-таки для него. Упомянутые ценные бумаги имели особую привлекательность для людей с математическими способностями, поскольку то, что определяло стоимость облигаций, в значительной мере легко поддавалось вычислению. В сущности, цена облигации зависела от двух факторов. Если сегодня возможен кредит под 10%, то покупатель заплатит надбавку за облигацию, которая дает 12%. Насколько велика эта надбавка? Это зависит от срока погашения облигации, сроков выплаты процентов по ней, представлений покупателя (если у него таковые имеются) о том, каковы будут процентные ставки в будущем, а также от всевозможных финансовых инноваций, придуманных умными инвесторами (например, может ли облигация быть выкуплена, конвертирована в акцию и т. д.).

Другим фактором является риск неисполнения обязательств по облигации. В большинстве случаев этот риск невозможно точно рассчитать, но он не слишком велик. И все же он существует. Облигации компании General Electric вполне надежны, хотя и не так надежны, как облигации Казначейства США. Приобретение облигаций Hewlett-Packard — дело, сопряженное с несколько большим риском, чем приобретение облигаций General Electric, а приобретение облигаций Amazon.com и того более рискованное занятие. Поэтому люди, инвестирующие в облигации Amazon, требуют более высоких процентов по сравнению с теми, что дают по облигациям General Electric, а по облигациям правительства Боливии — более высоких процентов, чем по облигациям правительства Франции. В основе торговли облигациями лежит вопрос о том, насколько выше должны быть проценты по тем или иным облигациям, но суть

этой торговли заключается в математически рассчитанном спреде. Чем рискованнее облигация, другими словами, чем больше разница между доходностью данной облигации и доходностью по облигациям Казначейства США, которые фактически свободны от риска, тем больше спред. Вообще говоря, со временем спред также увеличивается (хотя это не всегда так), то есть инвесторы требуют чуть более высокий процент по облигациям с двухлетним сроком погашения, чем по облигациям со сроком погашения через 30 дней, ибо в первом случае выше и неопределенность.

Эти правила входят в катехизис торговли облигациями. Они предопределяют общую матрицу доходности и спредов по долговым облигациям во всем мире. Правила столь же замысловаты и неизменны, как и догматы какой-нибудь мировой религии, поэтому неудивительно, что Меривезер, державший в кейсе розовые четки и карточки с молитвами, считал эти правила удовлетворительными. Стремясь к знаниям, он забрасывал своих боссов вопросами, как забрасывает профессоров вопросами студент-теолог. Почувствовав, что новый работник — из числа многообещающих, руководители Salomon доверили ему операции с облигациями государственных ведомств. Вскоре после этого город Нью-Йорк почти обанкротился, и спреды по облигациям разных ведомств увеличились. Меривезер считал, что рынок ошибся (конечно же, не каждый орган власти собирался банкротиться), и скупил все облигации, какие только мог. Спреды действительно сократились, и сделки Меривезера принесли миллионы³.

Появление Группы арбитражных операций, созданной Меривезером в 1977 году, знаменовало неуловимый, но важный сдвиг в развитии Salomon. Так была создана модель, которую впоследствии, в 1990-х годах, в точности, элемент за элементом, предстояло воспроизвести и LTCM. Группа превратилась в полигон, где Меривезер привыкнет рисковать по-крупному, получая удовольствие от риска. Salomon всегда занимался операциями с облигациями, предпочитая приобретение и продажу облигаций для клиентов как сравнительно более безо-

пасный бизнес. Но возглавляемая Меривезером Группа арбитражных операций стала главным подразделением, которое рисковало собственным капиталом компании. Поскольку поле деятельности было новым, конкурентов у Меривезера было немного, а прибыли — очень, очень высокими. Как и в бизнесе, унаследованном от Экстайна, Меривезер главным образом играл на сближении спредов — скажем, между ценой фьючерсного контракта и ценой лежащих в его основе облигаций или между ценами двух разных облигаций, — а также ставил на увеличение спредов. Люди, с которыми Меривезер заключал сделки, могли быть страховщиками, банками или спекулянтами, но это обычно не интересовало его и он ничего не хотел об этом знать. Время от времени инвесторы могли впадать в панику и вытаскивать свои деньги из сделок, что приводило к тому, что спреды еще более увеличивались, а Меривезер нес убытки, во всяком случае, временные. Но если у него были средства, позволявшие продолжать ранее взятый курс, время срабатывало на него, и он получал свое вознаграждение или же ему помогал его опыт. В конечном счете спреды всегда сближались. Это и было уроком, который Меривезер усвоил из казуса Экстайна, на этот урок он опирался через много лет, возглавляя LTCM. Но был и другой, не менее ценный вывод, тоже заложенный в бизнесе Экстайна, и Меривезер, возможно, сделал бы его, если бы к нему не пришел столь быстрый успех: хотя убыточная сделка потенциально вполне способна принести прибыль (разумеется, при условии, что с самого начала она должным образом продумана), время, когда такой момент наступит, может прийти слишком поздно, чтобы трейдер умел извлечь из этого какую-то пользу, следовательно, пока сделка «созревает», трейдеру грозит разорение.



К началу 1980-х годов Меривезер был одной из молодых и ярких звезд компании Salomon. Его застенчивость и непроницае-