

ГОВАРД МАРКС

О самом важном

Нетривиальные решения для думающего инвестора



HOWARD MARKS

The most important thing illuminated

Uncommon sense for the thoughtful investor

ГОВАРД МАРКС

О самом важном

Нетривиальные решения для думающего инвестора

Перевод с английского Александра Коробейникова

Москва
«Манн, Иванов и Фербер»
2018

УДК 336.76

ББК 65.264

Научный редактор Александр Исаенков

Издано с разрешения Columbia University Press

На русском языке публикуется впервые

Маркс, Говард

М27 О самом важном. Нетривиальные решения для думающего инвестора / Говард Маркс ; пер. с англ. А. Коробейникова ; [науч. ред. А. Исаенков]. — М. : Манн, Иванов и Фербер, 2018. — 288 с.

Уже двадцать лет Говард Маркс помогает инвесторам своими «Записками из председательского кресла». Книга «О самом важном» родилась из этих записок: Маркс решил объединить в нее важнейшие уроки, которые вынес из своего опыта инвестора. В этой книге читатели ознакомятся не только с его выстраданной вместе с опытом мудростью, но и с идеями троих опытных инвесторов — Кристофера Дэвиса, Джоэла Гринблатта и Сета Клармана — и адъюнкт-профессора Бизнес-школы Колумбийского университета Пола Джонсона. Каждый из участников этого впечатляющего коллектива по-своему проливает свет на работу Маркса.

Это книга для инвесторов и всех, кто интересуется фондовым рынком.

УДК 336.76

ББК 65.264

Издано при поддержке ООО «АТОН»

www.aton.ru



Все права защищены. Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав.

© 2013 Hovard Marks. This Russian edition is a complete translation of the U.S. edition, specially authorized by the original publisher, Columbia University Press.

© Перевод, издание на русском языке, оформление,
ООО «Манн, Иванов и Фербер», 2018

Оглавление

Предисловие к российскому изданию.....	9
Благодарность.....	11
Вступление.....	13
Введение.....	16
1 Самое важное — это... мышление второго уровня.....	23
2 Самое важное — это... понимание эффективности рынка (и его ограничений)	31
3 Самое важное — это... стоимость.....	44
4 Самое важное — это... соотношение цены и внутренней стоимости... 56	
5 Самое важное — это... понимание риска.....	68
6 Самое важное — это... распознать риск	90

7	Самое важное — это... контролировать риски.....	106
8	Самое важное — это... помнить об экономических циклах	118
9	Самое важное — это... помнить о маятнике.....	127
10	Самое важное — это... противостояние эмоциям.....	136
11	Самое важное — это... идти против толпы.....	153
12	Самое важное — это... находить выгодные сделки.....	167
13	Самое важное — это... быть терпеливым	178
14	Самое важное — это... знать то, чего именно ты не знаешь	191
15	Самое важное — это... осознавать, где мы находимся.....	201
16	Самое важное — это... осознавать роль удачи	212
17	Самое важное — это... инвестировать аккуратно	223
18	Самое важное — это... уметь избегать ловушки.....	240
19	Самое важное — это... делать качественные инвестиции.....	258
20	Самое важное — это... умеренные ожидания	267
21	Самое важное — это... свести все воедино	273
	Об авторах.....	283

*С любовью посвящаю
Нэнси, Джейн и Эндрю*

Предисловие к российскому изданию

Уважаемые читатели!

Мы представляем вашему вниманию книгу выдающегося инвестора — человека, который не побоялся играть против трендов, который заметил несколько биржевых пузырей и предсказал крах доткомов.

Говард Маркс родился в 1946 году. Он начинал свою карьеру в Citibank, где после знакомства с «королем мусорных облигаций» Майклом Милкеном стал управлять портфелем высокодоходных бондов. Позже, перейдя в TCW Group, Маркс знакомится с Брюсом Каршем, и в 1995 году основывает с ним Oaktree Capital Management. В 2012 году компания разместила свои акции на Нью-Йоркской бирже. За 22 года с момента основания активы фондов под управлением Oaktree выросли до \$100 млрд и продемонстрировали чистую среднегодовую доходность 19%, опередив результаты конкурентов на 7 процентных пунктов. Это означает, что ранние инвесторы увеличили свои первоначальные инвестиции в 45 раз. Общее состояние Говарда Маркса к 2017 году достигло \$2 млрд.

С начала 90-х Маркс формулировал для своих клиентов наиболее важные правила инвестирования. Эти правила и легли в основу книги «О самом важном: нетривиальные решения для думающего инвестора».

«Когда я вижу заметки от Говарда Маркса в своей почте, я открываю и читаю их в первую очередь. Я всегда узнаю из них что-то новое, а эта книга может дать вдвое больше», — говорил миллиардер Уоррен Баффет.

Книга может быть интересна широкому кругу читателей — тем, кто уже инвестирует или только планирует начать, участникам финансового рынка, управленцам и предпринимателям, а также любому человеку, интересующемуся реальными законами, по которым живет этот мир.

В чем ценность этой книги? Это свод правил не теоретика, а практика, который каждый день принимает ответственные решения, рискует и своими же результатами подтверждает эффективность этих законов. И это очень важно, поскольку «в теории нет никакой разницы между теорией и практикой, однако на практике она есть».

Книга дополнена ремарками трех «закаленных» инвесторов — Кристофера Дэвиса, Джоэла Гринблатта, Сета Кларман; а также профессора Колумбийской школы бизнеса Пола Джонсона. Этот оригинальный формат позволяет посмотреть на важные аспекты с разных точек зрения.

В книге нет готовых рецептов, как много заработать. Говард Маркс не пишет о том, что инвестиции — это просто. Эта сфера постоянно меняется, часто противоречит здравому смыслу, и получить результат выше рынка, обыграв конкурентов, невероятно сложно. С другой стороны, даже средний результат на инвестиционном рынке может обеспечить более высокие доходы, чем популярные формы размещения средств в России — банковские депозиты и недвижимость.

Однако получить выдающийся результат также возможно. К примеру, команда УК «Атон-менеджмент», управляя активами на рынке акций, за последние 10 лет обыграла индекс ММВБ на 113%. Для достижения таких результатов инвестиции должны стать делом вашей жизни. Или можно найти профессионалов, которым вы готовы доверить свои деньги. Евгений Малыхин — руководитель команды управления активами УК «Атон-менеджмент» — оттачивал свои навыки на протяжении 43 200 часов.

Говард Маркс любит говорить: «Опыт — это то, что получаешь, когда не получил того, что хотел». Ошибки в инвестициях могут дорого стоить. Надеюсь, эта книга поможет вам избежать потерь и откроет большие возможности.

*Андрей Звездочкин, Партнер, член Совета директоров,
генеральный директор «АТОН»*

Благодарность

Благодарим Павла Никонова, одного из лучших и наиболее опытных экспертов по альтернативным инвестициям в России, за помощь в подготовке русскоязычной версии этой книги. Несмотря на колоссальную загруженность, он всегда находил время поработать над адаптацией текста для российского читателя.

Вступление

Уже двадцать лет Говард Маркс помогает инвесторам своими «Записками председателя». В книге «О самом важном» Маркс описывает важнейшие уроки, которые он получил, работая инвестором. То, что он — выдающийся инвестор, не нужно доказывать; но, кроме этого, он прекрасный педагог и содержательный писатель, и это издание — его щедрый подарок всем коллегам.

В книге «О самом важном» читатели найдут не только богатый опыт самого Маркса, но также познакомятся со взглядами троих опытных инвесторов — Кристофера Дэвиса, Джоэла Гринблатта, Сета Клармана, — а также адъюнкт-профессора Бизнес-школы Колумбийского университета Пола Джонсона. Комментарии этих профессионалов представляют работу Маркса в новом свете. Каждый из них обладает уникальным стилем инвестиций, и это проявляется в их реакциях на текст книги. Дэвис обладает врожденным талантом инвестора, а ценностный подход и концентрация на промышленном секторе дополнительно способствуют успеху. Гринблатт — автор популярнейшей книги об инвестициях «Маленькая книга победителя рынка акций»^{*} — добился выдающихся результатов благодаря способности улавливать иррациональное

^{*} *Джоэл Гринблатт. Маленькая книга победителя рынка акций. М. : Вершина, 2007. Прим. ред.*

поведение институциональных инвесторов. Изначально он исследовал разделения компаний (спин-оффы), затем сосредоточился на общих аномалиях рынка. Кларман уже 30 лет достигает замечательных результатов при его агрессивной стратегии инвестирования. Его доходность еще более примечательна, если принять во внимание его одержимость хеджировать риски. Наконец, Джонсон, который 30 лет профессионально занимался инвестициями и 20 лет преподавал их, рассказывает, как он использует мудрость Маркса в своих курсах по анализу ценных бумаг и стоимостному инвестированию.

Их примечания к оригинальному произведению дополняют текст Маркса и заставляют посмотреть на описываемые факты с другой стороны. Эти четыре мыслителя обсуждают то, как философия Маркса соотносится с их собственными мировоззрениями, дополняет их или порой им противоречит. В тексте есть и собственные комментарии Маркса, которые выявляют подтекст всей книги и выделяют наиболее важные действия среди рекомендованных. Кроме этого, здесь раскрывается еще одна тема, не затронутая в первой книге. Эта тема — важность разумных ожиданий. Мне нравится считать «О самом важном» книгой коллектива авторов, состоящего из пяти лучших в мире специалистов по инвестициям среди ныне живущих.

Важно, что этот новый проект наряду с книгой «О важном» вносит неоценимый вклад в каноны стоимостного инвестирования. Стоимостное инвестирование зародилось в Колумбийском университете после публикации книги Бенджамина Грэхэма и Дэвида Додда «Анализ ценных бумаг»* в 1936 году. В 2001 году в Бизнес-школе Колумбийского университета был учрежден Хайльбрунновский центр инвестирования по Грэму и Додду. С тех пор он стал мировым центром стоимостного инвестирования. Вполне понятно и логично, на мой взгляд, что этот центр сыграл большую роль в создании этой книги. Идея создания «О самом важном» родилась на ежегодной конференции по инвестициям в Хайльбрунновском центре, организуемой Студенческой ассоциацией по управлению инвестициями Бизнес-школы Колумбийского университета (CSIMA). После того как Маркс выступил на конференции с презентацией, Майлз Томпсон, основатель издательства Бизнес-школы Колумбийского университета, предложил ему написать книгу на основе его

* Бенджамин Грэхем, Дэвид Додд. Анализ ценных бумаг = Security Analysis. М. : Вильямс, 2016. Прим. науч. ред.

заметок и инвестиционной философии. Маркс с энтузиазмом отнесся к идее поделиться своими знаниями на родине стоимостного инвестирования. Он понимал, что его мысли очень важны для сформировавшегося в Хайльбрунновском центре сообщества. Через год на той же конференции была представлена книга «О важном»; «О самом важном» появилась на встрече CSIMA в 2012 году.

«О самом важном» продолжает традиции сообщества специалистов по инвестированию в стоимость — щедро делится идеями, мыслями и инвестиционной мудростью. Хайльбрунновский центр очень рад иметь отношение к такой новаторской публикации, вносящей огромный вклад в отрасль.

*Брюс Гринвальд, директор Хайльбруннского центра
инвестирования по Грэму и Додду, Хайльбруннский про-
фессор финансов и управления активами*

Введение

Последние двадцать лет я время от времени писал заметки для своих клиентов, сначала работая в Trust Company of the West, а затем в Oaktree Capital Management — компании, которую мы с моими партнерами основали в 1995 году. С помощью этих заметок я продвигаю свою инвестиционную философию, объясняю, как работают финансы, и предлагаю свой взгляд на происходящие события. Заметки легли в основу этой книги, и отрывки из них вы найдете на ее страницах, поскольку, на мой взгляд, сейчас они не менее актуальны, чем в пору их написания. Во время работы над книгой я незначительно переработал эти заметки, в основном для более ясного изложения идей.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: У меня не было книги, которую можно было бы использовать в качестве единого базового учебника по инвестициям в Бизнес-школе Колумбийского университета, пока я не прочитал «О важном» Говарда Маркса. Осенью 2011 года я взял эту книгу за основу своего курса по стоимостному инвестированию и анализу ценных бумаг. Идеи Маркса стали отличным дополнением к моим лекциям.

////////////////////////////////////

Что же является «самым важным»? В июле 2003 года я написал заметку с таким названием, в которой описал элементы, необходимые, на мой взгляд, для успеха инвестиций. Вот как она начиналась: «Встречаясь с действующими и потенциальными клиентами, я постоянно ловлю себя на том, что сначала говорю: „Самое важное — это А“. А через десять минут: „Самое важное — это Б“. Потом важнее всего оказывается В и так далее». В итоге в заметке перечислялось аж восемнадцать «самых важных вещей».

С тех пор я немного изменил свое мнение о «самом важном», но основная мысль осталась прежней: важно всё. Успешное инвестирование требует внимательно следить за множеством разных аспектов, причем одновременно. Упустите из виду один — и результат, скорее всего, окажется неудовлетворительным. Вот почему я построил эту книгу вокруг идеи самых важных вещей: каждая из них — кирпич в будущей крепкой стене, и все они незаменимы.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: Эта мысль проходит через всю книгу. Она очень важна для понимания подхода Маркса к инвестированию. Мне кажется, что самое трудное при обучении инвестициям — объяснить студентам, что инвестирование требует уделять внимание множеству различных основополагающих вопросов одновременно. В «О самом важном» это прекрасно объясняется.

////////////////////////////////////

Я не собирался писать пособие по инвестированию. Эта книга скорее представляет собой изложение моей инвестиционной философии. Здесь описано мое кредо, которого я придерживался в течение всей моей карьеры инвестора как религии. Здесь перечислено то, во что я верю, то, что не дает мне сбиться с пути. Идеи, которые здесь изложены, выдержали проверку временем. Уверен, что они будут верны еще долгое время.

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: Эта книга — в основном о том, что я называю «человечной стороной инвестирования». В ней почти не говорится о финансовом анализе или теории инвестиций. В основном она посвящена тому, как думать и что делать с психологическими причинами,

влияющими на инвестиционное мышление, а также ошибками, которые часто допускают в рассуждениях. Когда я говорю о том, «как думать», то вовсе не имею в виду, что мой способ мышления — единственно возможный, но это хороший пример. Чтобы стать успешным, нужно дисциплинировать мышление, но необязательно тем же способом, что и я.



Это не пошаговая инструкция и не рецепт, гарантирующий успех в инвестировании. Ничего этого здесь нет. Нет формул оценки с математическими константами или коэффициентами — чисел вообще, собственно говоря, очень мало. Здесь рассказывается в основном о том, как думать, чтобы принимать хорошие решения и, что еще важнее, избежать ловушек, куда попадались и попадают многие.

У меня нет цели показать, что инвестирование — это просто. Более того, я очень хочу, чтобы все поняли, насколько это сложная задача. Те, кто пытается, представляют инвестирование в упрощенном виде, оказывают дурную услугу своей аудитории.

Я собираюсь коснуться вопросов доходности, риска и методов лишь в самых общих чертах; каждый раз, когда я говорю о конкретных классах активов и определенной тактике, это нужно лишь для иллюстрации моей мысли.

Немного о том, как организована эта книга. Выше я уже сказал, что успешное инвестирование требует пристального внимания одновременно к множеству проблем. Потому, будь это возможно, я обсуждал бы их одновременно. Однако, к сожалению, ограничения языка заставляют меня рассматривать одну тему за один раз. Поэтому я начну с обзора рыночной среды, в условиях которой делаются инвестиции, чтобы описать игровую площадку. Затем я перейду к самим инвесторам, к тем, от кого зависят успехи или неудачи при инвестировании, и к тому, что нужно сделать, чтобы преуспеть. Последние главы — попытка связать вместе обе группы идей и подвести итоги. Поскольку моя философия — это единое целое, некоторые идеи могут встретиться вам в разных главах; если вам покажется, что вы это уже читали, пожалуйста, потерпите.

Надеюсь, что в этой книге вы найдете много нового, что заставит вас задуматься. Возможно, она даже покажется вам противоречивой. Если мне скажут: «Мне так понравилась ваша книга; она подытожила все, что я ранее

слышал», — я решу, что это провал. Моя цель — поделиться с вами идеями и подходами к инвестированию, которых вы раньше не встречали. Я буду считать, что достиг цели, если услышу семь коротких слов: «Никогда об этом так не думал».

Вы увидите, что я уделяю больше внимания риску и способам его ограничения, а не обеспечению доходности от инвестиций. На мой взгляд, риск — это неотъемлемый, но самый сложный и интересный аспект инвестиций.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: *«О самом важном» — первая книга, которая мне встретилась, где действительно подробно рассматривается проблема риска, где описано, как важно учитывать его в процессе инвестирования. Собственно говоря, самая сильная часть книги, составляющая главный вклад в канон инвестиционной мудрости, — это обсуждение вопросов риска.*

////////////////////////////////////

Когда потенциальные клиенты знакомятся с компанией Oaktree, обычно их первый вопрос звучит примерно так: «В чем ключ к вашему успеху?» Мой ответ прост: эффективная философия, которую в течение сорока лет разрабатывали, совершенствовали и внедряли высококвалифицированные специалисты, разделяющие одинаковые взгляды и ценности.

Откуда взялась эта философия инвестирования? Уверен, что ни один инвестор, начиная карьеру, не имеет полностью сложившейся философии. Она должна стать суммой множества идей, полученных из различных источников за долгое время. Нельзя разработать эффективную философию на пустом месте. Мне повезло: жизнь преподнесла мне серьезные и важные уроки.

Я учился в двух бизнес-школах, которые дали мне очень эффективный и интересный опыт: азы профессии, качественное, базовое образование я получил в Уортоне*, а количественное, теоретическое — в Высшей школе бизнеса Чикагского университета. При этом для меня важнее были не факты, которые я изучал, а знакомство с двумя главными школами инвестиционной мысли и интеграция обеих в моем собственном подходе.

* Уортонская школа бизнеса при Пенсильванском университете. Прим. науч. ред.

Важно отметить, что философия, как моя, способна выработаться, только если быть открытым к жизни. Нужно быть в курсе того, что происходит в мире, и понимать, к каким результатам приводят события. Только так можно сделать правильный выбор в похожих обстоятельствах. Неспособность сделать это — более чем что-либо еще — регулярно обрекает инвесторов превращаться в жертвы рыночных циклов.

////////////////////////////////////

СЕТ КЛАРМАН: *Те, кто идет по жизни с открытыми глазами, оказываются лучше готовыми к непредвиденным ситуациям. Уоррен Баффетт подчеркивал важность этого, когда искал себе преемника. Бдительность помогает распознать риски и, возможно, избежать их, пока еще не слишком поздно. Маркс говорит об этом в главе 5.*

////////////////////////////////////

Я люблю говорить: «Опыт — это то, что получаешь, когда не получил того, что хотел».

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Это один из моих любимых «говардизмов». У меня часто появляется повод вспомнить его.*

////////////////////////////////////

Хорошие времена могут сыграть дурную шутку: легко решить, что инвестирование — это просто, что все его секреты известны, что беспокоиться о рисках незачем. Самый ценный опыт мы получаем в тяжелые времена. В этом плане мне «повезло» жить в эпоху различных кризисов: арабского нефтяного эмбарго*, stagflation, обвала Nifty Fifty и «смерти рынка акций» в 1970-е годы; «черного понедельника» 1987 года, когда промышленный индекс Доу-Джонса за день упал на 22,6%; резкого роста процентных ставок в 1994 году, после чего долговые инструменты, чувствительные к ставке, отправились в свободное падение; кризиса развивающихся рынков, дефолта России и краха хедж-фонда Long-Term Capital Management в 1998 году; краха

* Нефтяной кризис 1973 года. Прим. науч. ред.

доткомов в 2000–2001 годов; бухгалтерских скандалов 2001–2002 годах; мирового экономического кризиса 2007–2008 годов.

Особенно много дали мне 70-е годы — в то время было много проблем. Получить работу в области инвестиций было почти невозможно: те, кто работали тогда в этой сфере, начали еще в 60-е. А многие ли из них продолжали работать в конце 90-х и застали крах доткомов? Думаю, нет. Большинство тогдашних профессиональных инвесторов работали в отрасли с 80-х или 90-х и не представляли, что рынок может упасть более чем на 5% (наибольший показатель в период с 1982 по 1999 год).

////////////////////////////////////

СЕТ КЛАРМАН: Это заявление — возможно, одно из самых шокирующих в книге. В то время инвесторы отходили ко сну, мечтая о двузначных процентах годовой доходности, и совсем не думали о рисках. Семнадцать лет — большой срок (почти половина карьеры), но карьера, построенная исключительно в этот период, едва ли прошла бы проверку временем.

////////////////////////////////////

Много читая, вы учитесь у людей, идеи которых оказались достойными публикации. Я хотел бы выделить прекрасную статью Чарли Эллиса *The Loser's Game* («Игра неудачника») (*The Financial Analysts Journal*, July-August 1975), а также книги *A Short History of Financial Euphoria* («Краткая история финансовой эйфории» Джона Кеннета Гэлбрейта) (New York: Viking, 1990) и «Одураченные случайностью» Нассима Талеба*. Все эти публикации во многом сформировали мой образ мыслей.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: Отличный список литературы. К счастью, сейчас студенты могут добавить к нему «О самом важном»!

////////////////////////////////////

* Нассим Талеб. Одураченные случайностью. О скрытой роли шанса в бизнесе и в жизни. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2016. Прим. ред

Наконец, мне очень повезло непосредственно учиться у некоторых выдающихся мыслителей: у Джона Кеннета Гэлбрейта — человеческим слабостям; у Уоррена Баффетта — терпению и обратному инвестированию; у Чарли Мангера — важности разумных ожиданий; у Брюса Ньюберга — «вероятностям и результатам»; у Майкла Милкена — осознанным рискам; у Рика Кейна — установке «ловушек» (инвестиции в недооцененные активы, когда существует вероятность получить крупный выигрыш, но нельзя много проиграть). Я получил много ценного опыта и информации от общения с Питером Бернштейном, Сетом Кларманом, Джоном Боглом, Джейкобом Ротшильдом, Джереми Грантемом, Джоэлом Гринблаттом, Тони Пейсом, Орином Крамером, Джимом Грантом и Дугом Кассом.

Все эти знания и опыт я объединил в собственной инвестиционной философии, которая уже много лет служит и моим компаниям, и моим клиентам. Это не единственно верный способ, но он верен для нас.

Спешу заметить, что моя философия немногого бы стоила, если бы не мои невероятные коллеги и сооснователи компании Oaktree, которые внедрили ее: Брюс Карш, Шелдон Стоун, Ларри Кил, Ричард Мэссон и Стив Каплан. Мне было приятно работать с ними с 1983 по 1993 год. Я убежден, что идея, не воплотившаяся в жизнь, ничего не стоит. Особенно верно это для мира инвестиций. Философия, о которой я здесь говорю, не привлекла бы вообще никакого внимания к себе, если бы не достижения моих партнеров и других моих коллег по Oaktree.

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: В этом примечании я хотел бы упомянуть прекрасных людей, которые внесли свой вклад в эту книгу: это Бриджит Флэннери-Маккой, Миленда Ли, Дженнифер Джером, Мередит Говард, а также Ноа Арлоу из издательства Columbia University Press и мой редактор-консультант Мэгги Стаки. Я хотел бы поблагодарить Майлза Томпсона, который подошел ко мне в Колумбийском университете, предложил написать книгу и помог реализовать этот проект. Наконец, хотелось бы отметить моего друга Питера Кауфмана, который развил мое мышление, проводя параллели, не относящиеся к миру инвестиций.

////////////////////////////////////

1

Самое важное — это... мышление второго уровня

У искусства инвестирования есть одна важная особенность, которой не всегда уделяется должное внимание. Достигнуть удовлетворительных результатов инвестирования проще, чем думают многие; достичь выдающихся результатов сложнее, чем кажется.

БЕНДЖАМИН ГРЭХЕМ. РАЗУМНЫЙ ИНВЕСТОР

Все должно быть изложено так просто, как только возможно, но не проще.

АЛЬБЕРТ ЭЙНШТЕЙН

Это и не должно быть просто. Любой, кто считает, что это просто, глуп.

ЧАРЛИ МАНГЕР

Мало у кого есть все необходимое, чтобы стать великим инвестором. Некоторых можно этому научить, но не всех... и даже тех, кого можно научить, нельзя обучить всему.

Действующие стратегии эффективны какое-то время, но не всегда. И инвестирование нельзя свести к алгоритмам и полностью поручить компьютеру. Даже лучшие инвесторы не всегда принимают верные решения.

Причина проста: не существует универсальных правил, которые работали бы всегда. Инвестиционную среду нельзя контролировать, а обстоятельства редко в точности повторяют друг друга. На рынке важную роль играет психология, а поскольку она изменчива, полагаться на причинно-следственные связи нельзя. Любой инвестиционный подход может работать какое-то время, но в определенный момент применение этого подхода

изменяет инвестиционную среду, так что приходится искать новую стратегию. Если тот же подход пытаются копировать другие, его эффективность тоже падает.

Инвестирование, как и экономика, — это больше искусство, чем наука. А значит, это довольно сложное дело.

Сегодня очень важно помнить, что экономика не является точной наукой. Возможно, это вообще не наука, поскольку в науке возможны контролируемые эксперименты, предыдущие результаты могут быть получены повторно, а причинно-следственные связи всегда одни и те же.

ЗАМЕТКА «СРАБОТАЕТ ЛИ ЭТО?»,

5 марта 2009 года

Поскольку инвестирование является больше искусством, чем наукой, хотелось бы подчеркнуть необходимость того, что подход к инвестированию должен быть интуитивным и адаптивным, а не фиксированным и механическим.



Основополагающий вопрос инвестирования заключается в том, чего вы хотите добиться. Любой может достичь средней доходности, просто вложив средства в индексный фонд, который покупает всего понемногу. Это даст вам «среднерыночную доходность», сопоставимую с общей доходностью всего рынка. Но успешные инвесторы хотят большего. Они хотят обойти рынок.

////////////////////////////////////

СЕТ КЛАРМАН: Превзойти рынок важно, но так же важно ограничить риски. Прежде всего инвесторы должны спросить себя, что их интересует: относительная или абсолютная доходность. Потеря 45% там, где рынок потерял 50%, — это технически опережение рынка, но для большинства из нас это, разумеется, Пиррова победа.

////////////////////////////////////

На мой взгляд, определение успешного инвестирования таково: нужно быть лучше, чем рынок и другие инвесторы.

////////////////////////////////////

КРИСТОФЕР ДЭВИС: *Это определение подразумевает, что нужно быть терпеливым и дать себе достаточно времени: вам нужны не краткосрочные сверхдоходы, а долгосрочная, устойчивая доходность.*

////////////////////////////////////

Для этого требуется либо удача, либо превосходное знание вопроса. Вряд ли стоит всерьез рассчитывать на удачу, поэтому сосредоточимся на других составляющих успешного инвестора. В баскетболе говорят, что никакой тренер не сможет сделать баскетболиста выше. Научить проницательности тоже очень трудно. Как и в других видах искусства, у некоторых людей просто есть талант инвестора. Они изначально обладают — или смогли приобрести — той «каплей мудрости», которую упоминает Бенджамин Грэхем.

Все хотят зарабатывать деньги. Вся экономика основана на вере в универсальность мотива выгоды. В этом заключается капитализм: мотив выгоды заставляет людей больше работать и рисковать своим капиталом. Погоня за выгодой часто приводит к материальному прогрессу в мире.

Но эта самая универсальность сильно усложняет задачу обогнать рынок. Миллионы людей конкурируют за каждый доллар прибыли от инвестиций. Кто его получит? Тот, кто окажется на шаг впереди. В некоторых случаях, чтобы стать первым, требуется больше учиться, проводить много времени в спортзале или библиотеке, стараться, развивать выносливость или использовать лучшее оборудование. Но в инвестировании все это не так важно и главную роль играет более проницательное мышление — мышление второго уровня.



Будущие инвесторы могут изучать финансы и бухгалтерский учет, много читать и, если повезет, брать уроки у тех, кто обладает глубоким пониманием процесса инвестирования. Но лишь немногие из них смогут развить проницательность, интуицию, понимание ключевых для инвестирования вещей

и знания психологии, которые требуются, чтобы показывать устойчивые результаты выше среднего. Все это требует мышления второго уровня.

Помните, что цель ваших инвестиций — не получение средних доходов; вы хотите быть лучше среднего. Поэтому вы должны уметь думать лучше, чем окружающие, — не только более эффективно, а еще и на более высоком уровне. Поскольку другие инвесторы тоже умны, хорошо информированы и используют вычислительные мощности и алгоритмы, нужно найти такое преимущество, которого у них нет. Нужно подумать о том, о чем не подумали они, увидеть то, что они пропустили, воплотить идею, которой у них нет. Нужно иначе реагировать и иначе себя вести. Одним словом, быть правым — это необходимое, но недостаточное условие для успешных инвестиций. Вы должны быть более точными, чем остальные... а это по определению значит, что ваше мышление должно быть иным.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: *Замечания Маркса в этом абзаце превосходны. Ему удалось удачно подчеркнуть особую важность мышления второго уровня для достижения инвестиционного успеха. Далее следуют три великолепных примера, иллюстрирующие разницу между мышлением первого и второго уровней.*

////////////////////////////////////

Что такое мышление второго уровня?

- Мышление первого уровня говорит: «Это хорошая компания, надо купить ее акции». Мышление второго уровня говорит: «Это хорошая компания, но все думают, что она отличная. Так что акции переоценены — они слишком дорогие, продавай».

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *С мышлением первого уровня я постоянно сталкиваюсь у индивидуальных инвесторов. Они читают заголовки или смотрят CNBC*, а затем инвестируют, основываясь на общепринятых мнениях первого уровня.*

////////////////////////////////////

* Американский кабельный и спутниковый телеканал новостей бизнеса. Прим. ред.

- Мышление первого уровня говорит: «Прогнозируется снижение темпов роста экономики и усиление инфляции. Надо избавиться от акций». Мышление второго уровня возражает: «Прогнозы создают шумиху на рынке, все вокруг в панике продают. Покупай!»
- Мышление первого уровня подсказывает: «Мне кажется, что выручка компании уменьшится; продавай». Мышление второго уровня отвечает: «Я считаю, что выручка компании сократится меньше, чем все ожидают, и эта приятная неожиданность поднимет акции в цене; покупай».

Мышление первого уровня упрощенное и поверхностное, оно доступно любому (и это плохое качество для тех, кто пытается обогнать остальных). Все, чего требует такое мышление, — это мнение о будущем, например: «Перспективы компании благоприятны, следовательно, акции поднимутся в цене».

Мышление второго уровня глубокое, сложное и изощренное. Человек, руководствующийся мышлением второго уровня, должен принимать во внимание множество факторов:

- Каков вероятный диапазон будущей доходности?
- Что, на мой взгляд, получится в итоге?
- Какова вероятность, что я прав?
- Что думает об этом большинство инвесторов?
- Насколько мои ожидания расходятся с мнением большинства?
- Насколько текущая цена актива соотносится с общепринятой точкой зрения о ее будущей величине и с моим мнением?
- Не является ли консенсусная психология, заложенная в цену, чрезмерно «бычьей» или «медвежьей»?
- Что произойдет с ценой актива, если мнение большинства окажется верным, а что — если прав буду я?

////////////////////////////////////

КРИСТОФЕР ДЭВИС: Это хороший перечень вопросов, которые всегда следует задавать себе при оценке новых инвестиций. Придя в возбуждение от новых возможностей, об этом легко забыть.

////////////////////////////////////

Разница в объеме работы, который нужно проделать при мышлении первого и второго уровня, огромна, поэтому тех, кто способен на мышление второго уровня, ничтожно мало по сравнению с теми, кто готов к мышлению первого уровня.

Те, кто мыслит на первом уровне, стремятся к простым формулам и легким ответам. Те же, кто мыслит на втором, осознают, что «инвестиционный успех» и «просто» — понятия несовместимые. При этом вам наверняка встретится множество людей, которые отчаянно стремятся все упростить. Некоторых из них я могу охарактеризовать словом «наемники». Брокерские компании стараются убедить вас, что на инвестиции способен любой — только плати по десять долларов за сделку. Паевые фонды* заставляют вас думать, что самостоятельно, без их услуг вам не справиться. В этом случае вы понесете деньги в активно управляемые фонды и будете платить высокую комиссию.

Других любителей упрощать я называю «проповедниками». Некоторые из них — люди из научного сообщества, теоретики, которые обучают инвестициям. Другие — практики с благими намерениями, которые переоценивают свои возможности контролировать ситуацию; думаю, большинство из них не достигают хороших результатов, закрывая глаза на неудачные годы и приписывая убытки стечению обстоятельств. Наконец, есть и такие, которые просто не понимают всей сложности сферы инвестиций. Приглашенный комментатор на радиостанции, которую я слушаю в машине, говорил: «Если продукт какой-либо компании вас не подводил, покупайте ее акции». Но, чтобы стать успешным инвестором, нужно гораздо больше.

Те, кто мыслит на первом уровне, думают о том же и так же как остальные, поэтому обычно они приходят к одним и тем же выводам. А это по определению не может привести к выдающимся результатам. Все инвесторы не могут обойти рынок, поскольку они все вместе и составляют рынок. Прежде чем пытаться соперничать в мире инвестиций, который представляет собой игру с нулевой суммой, спросите себя: на каком основании вы считаете, что сможете преуспеть? Вы уверены в этом? Почему?

* От англ. Mutual funds. *Прим. науч. ред.*

//

КРИСТОФЕР ДЭВИС: Верно и обратное: спросив самого себя, как и почему вы можете преуспеть, задайте себе вопрос о том, почему неудачу терпят другие. Может быть, их проблема лежит во временных горизонтах? Или их системы мотивации некорректны или неуместны в данной ситуации?

//



Проблема в том, что выдающаяся доходность получается только из корректных прогнозов, не совпадающих с общепринятым мнением. Однако такие прогнозы трудно не только делать, но и делать верно, и действовать в соответствии с ними. Уже много лет люди говорят мне, что приводимая ниже таблица оказала на них большое влияние.

//

ПОЛ ДЖОНСОН: Идеи, описанные в этом разделе, очень важны, если инвестор собирается выработать верную точку зрения и достичь выдающихся результатов своих капиталовложений. Книгу стоило купить только ради одного этого раздела.

//

Нельзя делать то же, что и остальные, и ожидать, что вы будете лучше них. Нетрадиционное поведение не должно быть самоцелью — это, скорее, способ мышления. Чтобы выделиться из толпы, нужно иметь нестандартные идеи и обрабатывать их нестандартным образом.

Это можно проиллюстрировать простой таблицей.

	Типичное поведение	Нетипичное поведение
Благоприятный исход	Хорошие средние результаты	Результаты выше среднего
Неблагоприятный исход	Плохие средние результаты	Результаты ниже среднего

Конечно, все не так просто и однозначно, но думаю, что в целом ситуация такова. Если вы ведете себя как все, то и результатов достигнете тех же, что и все, — хоть хороших, хоть плохих. Лишь при нетипичном поведении результаты тоже будут нетипичными, но, только если ваше мнение окажется верным, результаты превзойдут средний уровень.

ЗАМЕТКА «ОСМЕЛЬТЕСЬ СТАТЬ ВЕЛИКИМИ»,

7 сентября 2006 года

Вывод прост: чтобы добиться превосходной доходности, нужно иметь нетрадиционную точку зрения на ценность инвестиции, и эта оценка должна быть точной. А это нелегко.

Привлекательность идеи купить что-то дешевле, чем оно стоит, очевидна. Как же находить такие выгодные сделки на эффективном рынке? Понадобятся исключительные аналитические способности, дар предвидения или интуиция. Но именно потому, что такие способности исключительны, они есть мало у кого.

Чтобы ваша доходность отличалась от обычной, ваши ожидания — а следовательно, и ваш портфель — должны отличаться от рядовых, при этом ваша оценка должна быть более точной, чем общепринятая. Иначе и лучше — вот суть мышления второго уровня.

Те, кому инвестирование кажется простым, обычно не понимают необходимости мышления второго уровня, а иногда даже не подозревают о его существовании.

Таким образом, многие люди ошибочно считают, что успешным инвестором может стать любой. Это не так. Но хорошая новость состоит в том, что преобладание людей с первым типом мышления увеличивает доходы, которые могут получить люди со вторым типом мышления. К этим последним вы и должны принадлежать, чтобы получать устойчиво высокую доходность инвестиций.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Суть в том, что следование за общим трендом, очень комфортное для большинства людей, обычно не приводит к доходности выше среднего.

////////////////////////////////////

2

Самое важное — это... понимание эффективности рынка (и его ограничений)

В теории нет никакой разницы между теорией и практикой, однако на практике она есть.

ЙОГИ БЕРРА

В 1960-е появилась новая теория финансов и инвестиций, разработанная экономистами так называемой чикагской школы. Она получила свое название в честь Высшей школы бизнеса Чикагского университета. Так как с 1967 по 1969 год я проходил там обучение, мне посчастливилось стать одним из первых, кто опробовал эту новую теорию. Она очень сильно повлияла на мое мышление и дала огромный простор для новых размышлений.

В теорию входили идеи и концепции, которые позднее стали ключевыми элементами инвестирования: склонность к риску, волатильность как показатель риска, доходность с поправкой на риск, рыночный и нерыночный риски, коэффициенты альфа и бета, теория случайных блужданий и гипотеза эффективного рынка (подробнее обо всем этом будет рассказано ниже). За годы, прошедшие со времен становления этой финансовой теории, последняя гипотеза, об эффективности рынка, оказала наибольшее влияние на всю инвестиционную деятельность в мире. Она настолько важна, что заслуживает отдельной главы.

Гипотеза эффективного рынка утверждает следующее.

- На рынках много участников, все они имеют примерно одинаковый доступ ко всей существующей информации. Это образованные, целеустремленные

и трудолюбивые люди. Их аналитические модели хорошо известны и активно применяются.

- Благодаря коллективным усилиям этих участников, вся информация полностью и моментально отражается на рыночной цене каждого актива. Поскольку участники рынка так же быстро реагируют на изменение цены актива, покупая слишком дешевые активы и продавая слишком дорогие, то цена любого актива является справедливой. Более того, вне зависимости абсолютное ли это выражение или относительно друг друга.
- Таким образом, рыночные цены отражает точную оценку действительной стоимости активов. Благодаря этому, ни один участник рынка не может постоянно обнаруживать ошибки в оценках и зарабатывать на этом.
- Активы торгуются по ценам, которые обеспечивают доходность с учетом всего заложенного риска. Эта доходность также «справедлива» относительно других активов. То есть более рискованные активы обязаны предоставлять более высокую доходность ради привлечения покупателей. Тем не менее не стоит надеяться на благотворительность со стороны рынка, так как не бывает дополнительной доходности без дополнительного риска.

Примерно так выглядит официальное изложение ключевых идей данной теории. А теперь я хочу поделиться моим взглядом на нее. Когда я называю эту теорию «эффективной», я имею в виду «легко и быстро обрабатывающая всю информацию», а не «правильно обрабатывающая».

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: *Определение, которое Маркс дает слову «эффективный», очень емкое. Его максимально удобно использовать при обучении студентов.*

////////////////////////////////////

Я соглашусь с тем, что инвесторы активно обрабатывают каждую поступившую новость, поэтому цена активов действительно мгновенно отражает общепринятое мнение о значимости этой информации. Однако я вовсе не считаю, что это мнение по определению верно. Так, в январе 2000 года акции компании Yahoo продавались по 237 долларов. В апреле 2001 года их цена

составляла только 11 долларов. Любой, кто утверждает, что рынок в обоих случаях был прав, просто заблуждается; по крайней мере в одном из случаев была допущена ошибка. Но наличие неточности еще не значит ее обнаружение и понимание. Так, далеко не все инвесторы смогли обнаружить данную ошибку и заработать на ней.

Если цены на эффективных рынках уже отражают мнение большинства, то, разделяя это мнение, вы сможете получить только среднюю доходность. Чтобы обойти рынок, надо принять нетрадиционную и уникальную точку зрения, отличающуюся от общепринятой.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: *Здесь Маркс удачно связывает эффективность рынка с мышлением второго уровня. Это утверждение — очень важный вклад в литературу по инвестированию, поскольку мало кто пытался связать академические работы по теории рынка с прагматическим взглядом на активное управление портфелем.*

////////////////////////////////////

Хотя более эффективные рынки все еще могут неверно оценивать активы, отдельному человеку, работающему с той же информацией, что и все остальные, и подверженному тем же психологическим факторам, не просто постоянно отстаивать взгляды, которые не только отличаются от общепринятых, но и ближе к истинному положению дел.

////////////////////////////////////

СЕТ КЛАРМАН: *Психология — это основной фактор, управляющий поведением инвестора. Порой она имеет большее значение, чем умение определять истинную стоимость ценных бумаг.*

КРИСТОФЕР ДЭВИС: *Необходимо время, чтобы определить, какие мотивы действуют в конкретной ситуации. Ошибочные мотивы часто объясняют иррациональное, деструктивное или противоречащее здравому смыслу поведение и его результат.*

////////////////////////////////////

Вот почему популярные рынки очень тяжело превзойти — хотя они далеко не всегда правы.

ЗАМЕТКА «АЛЬФА? ЧТО ЭТО?»,

11 июля 2001 года

Самый важный вывод, который мы можем сделать из гипотезы эффективного рынка: «Нельзя превзойти рынок». Это умозаключение не просто логически вытекает из «чикагского» подхода, но и подкрепляется исследованиями деятельности паевых фондов. Результаты их инвестирования мало отличаются друг от друга.

Вы спросите: «А как насчет фондов, которые занимают лучшие позиции в различных рейтингах?» Читайте текст, написанный мелким шрифтом: взаимные фонды оцениваются относительно друг друга. Рейтинги ничего не говорят об их доходности относительно объективного стандарта — например, рыночного индекса.

«Что же, хорошо! — скажете вы. — А как насчет знаменитых инвесторов, о которых мы так часто слышим?» Во-первых, пара успешных лет ничего не доказывает; любой достигнутый за это время результат можно объяснить чистой случайностью. Во-вторых, математики настаивают, что без данных за достаточное количество лет никакую выборку нельзя считать статистически значимой, то есть заслуживающей хоть какого-нибудь серьезного уровня доверия. Мне запомнилась цифра в 64 года для более или менее надежного вывода, но ведь почти никто не управляет активами так долго. Наконец, появление одного или двух великих инвесторов никак не опровергает теорию, даже наоборот, подтверждает ее. Задумайтесь, то, что «Уоррены Баффетты» этого мира привлекают такое внимание, само по себе доказывает, что люди, постоянно превосходящие рынок, являются тем самым исключением, подтверждающим правило.

Одним из главных последствий появления «чикагской теории» стало развитие пассивных инструментов инвестирования — индексных фондов. Если большинство активных портфельных управляющих делают «активные ставки» на переоцененность и недооцененность ценных бумаг и не могут превзойти рынок, то зачем платить за операционные расходы и управление? Задав себе этот вопрос, многие инвесторы все чаще вкладывают средства в фонды, которые просто имитируют рыночные индексы, вкладывая в пропорционально

распределенные акции и облигации. Таким образом инвесторы получают среднерыночный доход, платя за это всего несколько сотых процента ежегодно.

Как я покажу вам далее, все в этом мире является цикличным, а история развивается по спирали. Это относится и к общепринятым мнениям. Так и гипотеза эффективного рынка с 1960-х годов быстро развивалась и обрела множество сторонников. Затем у нее появились и оппоненты, а споры о ее применимости продолжаются до сих пор. Она знала как лучшие, так и худшие времена.



У меня есть собственные соображения по поводу этой теории, и самое важное касается взаимосвязи риска и доходности.

Согласно теории инвестиций, люди по природе своей склонны избегать риск, то есть обычно они предпочитают рисковать меньше, а не больше. Чтобы побудить их делать более рискованные инвестиции, надо пообещать им и более высокую доходность. Поэтому рынок, адаптируясь к известной информации и общепринятому мнению, будет обеспечивать более «опасные» инвестиции повышенной доходностью.

Поскольку теория утверждает, что на эффективном рынке не существует такого понятия, как «навык инвестирования» (сейчас это обычно обозначается как коэффициент альфа), который позволил бы кому-то превзойти рынок, то разница доходности активов — или портфелей разных людей — определяется разницей в содержащемся риске. И действительно, если показать приверженцу гипотезы эффективного рынка чьи-либо выдающиеся инвестиционные результаты, ответ, скорее всего, будет таков: «Более высокая доходность объясняется скрытыми рисками». (Хотя иногда они отступают на запасные позиции: «У вас недостаточно данных для выводов».)

Порой бывают такие периоды, когда все идет хорошо и более рискованные инвестиции действительно приносят более высокую доходность, как и ожидалось. Эти безмятежные периоды ослабляют бдительность, заставляя полагать, что для обеспечения такой доходности достаточно делать более рискованные капиталовложения. Но инвесторы игнорируют одну простую истину, которую легко забыть в хорошие времена: если бы рискованные инвестиции гарантированно приносили высокую доходность, они просто не были бы рискованными.

Как и в знаменитом высказывании Гегеля о величайшей неспособности человека вынести уроки из истории, так каждый раз люди заново получают важнейший урок об инвестициях. Никогда — особенно соглашаясь рискнуть — нельзя рассчитывать на бесплатный сыр. В этом и состоит главное ограничение теории инвестиций.



Итак, перед вами теория и ее выводы. Ключевой вопрос в том, верна ли она: действительно ли нельзя превзойти рынок? Получается, что те, кто пытается это сделать, зря тратят время, а клиенты, которые платят своим управляющим, выбрасывают деньги на ветер? Как и в большинстве случаев, мне кажется, ответ не так прост... и уж точно не ограничивается простыми «да» или «нет».

Я не считаю, что представление об эффективности рынка надо сразу же отвергнуть как ошибочное. В принципе справедливо предположить, что если тысячи рациональных людей собирают информацию об активе и оценивают его тщательно и объективно, то цена актива не должна сильно отклониться от его «справедливой» стоимости. Ошибочная оценка никак не может быть регулярной, то есть превзойти рынок должно быть трудно. И действительно, некоторые классы активов можно считать довольно эффективными:

- класс активов, который хорошо известен и довольно популярен среди инвесторов;
- этот класс полностью социально приемлем, не является неоднозначным или табуированным;
- достоинства класса очевидны и понятны, по крайней мере на первый взгляд;
- информация о классе и его элементах широко и равномерно распределена.



СЕТ КЛАРМАН: *Большая часть этих характеристик непостоянна. Не-что общепринятое может вдруг стать сомнительным или даже табуированным. Информация может становиться более или менее доступной. Поэтому класс активов, ранее считавшийся эффективным, со временем может стать довольно неэффективным. Современный пример тому — суверенный долг Европейского союза.*



Если класс активов удовлетворяет всем этим условиям, то нет никаких причин систематически недооценивать или упускать его из виду.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: Если инвестировать эти условия, то мы получим тест на неэффективность рынка. Например, в первом случае, если актив недостаточно известен и представлен на рынке, его цена может быть неэффективной. Во втором случае, если актив спорен, табуирован или социально неприемлем, он тоже может быть неверно оценен. То же самое можно сказать и в других двух случаях.

////////////////////////////////////

Возьмем, например, курсы валют. Что определяет отношение курса одной валюты к другой? Темпы роста и уровень инфляции в будущем. Может ли быть так, чтобы один человек систематически знал об этом гораздо больше других? Вероятно, нет. А значит, никто не сможет регулярно получать доходность выше среднего уровня с поправкой на риск, играя на разнице курсов валют.

А что можно сказать о крупнейших фондовых биржах, таких как NYSE? На них торгуют миллионы людей, движимые желанием получить доход. Все они информированы примерно одинаково. Более того, одна из целей регулирования рынка — предоставить всем желающим одинаковую информацию о компании в одно и то же время. Если миллионы людей проводят похожий анализ на основе примерно одинаковой информации, насколько часто акции будут оцениваться неточно и насколько часто один человек сможет обнаруживать такие ошибки?

Ответ: не очень часто и не очень стабильно. Но в этом и состоит суть мышления второго порядка.

Те, кто руководствуется таким видом мышления, знают, что для достижения хороших результатов им нужно преимущество в информации или анализе, а лучше и в том и в другом. Они постоянно выискивают возможные ошибки в оценке. Мой сын Эндрю — начинающий инвестор, и у него всегда много привлекательных инвестиционных идей, основанных на ежедневных фактах и на взгляде в будущее. Но у него отличное образование, и первым делом он спрашивает себя: «Ну и кто этого не знает?»



Теоретически те, кто руководствуется мышлением второго уровня, рассчитывают на неэффективность. Термин неэффективность получил широкое распространение в последние сорок лет как противовес убеждению, что инвесторы не могут превзойти рынок. На мой взгляд, охарактеризовать рынок «неэффективным» — это высокопарный способ сказать, что рынок порой совершает ошибки, которыми можно воспользоваться.

Однако откуда берутся эти ошибки? Чтобы разобраться в этом, давайте рассмотрим предположения, которые лежат в основе теории эффективных рынков.

- На рынке активно работает множество инвесторов.
- Они объективны, умны, хорошо мотивированы и обладают всеми необходимыми инструментами.
- Все они имеют одинаковый доступ к информации.
- Все они готовы покупать, продавать или «шортить» (ставка на понижение) любые активы.

Поэтому теория утверждает, что вся доступная информация равномерно и эффективно закладывается в цену, а при возникновении несоответствия между ценой и ценностью данная ошибка быстро исчезает.

Однако нельзя утверждать, что рыночные цены всегда справедливы. И действительно, если посмотреть на четыре перечисленных предположения, сразу бросается в глаза словосочетание «Они объективны». Люди не вычислительные машины. Большинство чаще всего руководствуется жадностью, страхом, завистью и другими эмоциями, которые сводят объективность на нет, зато открывают двери для самых серьезных ошибок.

Равным образом четвертое утверждение также является неоднозначным. Предполагается, что инвесторы готовы работать с любым активом и производить с ним любые операции, но на деле все обстоит совершенно иначе. Большинство профессионалов привязаны к конкретным рыночным нишам, например: «Я специализируюсь на акциях» или «Я управляю облигациями».



СЕТ КЛАРМАН: Узкая специализация — это палка о двух концах. С одной стороны, она обеспечит потенциальное превосходство в знаниях. С другой — сосредоточение усилий в узких рамках означает, что за их пределами будут совершаться ошибки. Кроме того, если специализация других участников будет примерно такой же, то из-за высокой конкуренции ваша доходность будет ниже, как бы хорошо вы ни разбирались в своей области.



А инвесторов, которые когда-либо «шортят», ничтожно мало. Кто в таком случае принимает и внедряет решения, устраняющие относительное несоответствие цен между классами активов?

Рынок, который характеризуется ошибками и неверными оценками, все же может быть превзойден людьми с выдающимися способностями. Таким образом, существование неэффективности дает возможность превзойти рынок и является необходимым, но не достаточным условием для этого.

Для меня неэффективным является такой рынок, который характеризуется одной (а возможно, и всеми) из следующих характеристик.

- Рыночные цены зачастую неверны. Поскольку доступ к информации и ее анализ часто несовершенны, рыночная цена нередко значительно отличается от реальной ценности актива.
- Доходность с поправкой на риск для одного класса активов может сильно отличаться от соответствующего показателя для других классов активов. Поскольку активы часто оцениваются несправедливо, один класс может обеспечивать доходность, значительно большую (бесплатный сыр), чем другие, или, наоборот, существенно меньшую.
- Некоторые инвесторы могут демонстрировать стабильно более высокую доходность, чем остальные, благодаря двум причинам: первая причина — наличие серьезной ошибки в рыночной стоимости и вторая — различный уровень навыков, интуиции и доступа к информации. То есть существует вероятность, что кто-то будет постоянно определять неправильно оцененные активы и зарабатывать на этом.

Обратите внимание на последний пункт. Неэффективные рынки необязательно обеспечивают своим участникам высокую доходность. На мой взгляд, они скорее предлагают условия для этого. Недооцененность или переоцененность актива создает условия как для выигрыша, так и для проигрыша, все зависит от уровня навыков. Если цены определены ошибочно, появляется возможность как совершать выгодные сделки, так и переплатить. На каждого человека, который совершил выгодную покупку на неэффективном рынке, приходится тот, кто продал слишком дешево. В покере есть хорошая поговорка: «В каждой игре есть свой неудачник. Если ты играешь уже 45 минут и не понял, кто здесь неудачник, то это ты». Это верно и для инвестирования на неэффективном рынке.

ЗАМЕТКА «АЛЬФА? ЧТО ЭТО?»,

11 июля 2001 года



В больших и долгих спорах об эффективности и неэффективности рынка я пришел к выводу, что ни один рынок нельзя описать одной из этих характеристик. Вопрос заключается лишь в степени. К примеру, я с радостью использую возможности, которые предоставляет неэффективный рынок, но уважаю и идею эффективности. Я твердо уверен, что основные рынки ценных бумаг могут быть настолько эффективными, что пытаться найти в них уязвимость будет лишь пустой тратой времени.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: Эта идея очень важна, поскольку в бизнес-школах всегда склоняются либо к одной, либо к другой точке зрения. Многие ученые активно отстаивают идею полной эффективности рынка, заставляя практиков доказывать противоположную точку зрения просто для того, чтобы дискуссия была сбалансированной. Маркс, в свою очередь, предлагает гораздо более точное толкование. Естественный вывод из его наблюдений состоит в том, что

инвесторы должны искать недостаточно эффективные рынки или активы, а не гнаться за призраком полностью неэффективных рынков.



В итоге я пришел к интересному выводу: эффективность — не настолько универсальная вещь, чтобы отказываться от идеи превосходства в доходности. В то же время эффективность — это как раз то, что юристы называют «презумпцией»: удобнее считать гипотезу верной, пока не будет доказано обратное. Мы должны считать, что эффективность ограничивает наши достижения, пока у нас не появится достаточных оснований думать, что рынок неэффективен.

Признание концепции эффективности подразумевает, что, прежде чем предпринять какие-либо действия, мы должны задать себе важный вопрос: «Устранили ли совместные действия инвесторов ошибки и неверное ценообразование, и если нет, то почему?»

Подумайте об этом так.

- Почему выгодные сделки заключаются, несмотря на то что тысячи инвесторов ждут момента чтобы поднять цену, если она окажется слишком низкой?
- Если доходность по отношению к риску так высока, не просмотрели ли вы какие-то скрытые риски?
- Почему продавец актива готов расстаться с ним по цене, которая обеспечивает вам более высокий доход?
- Действительно ли вы знаете об этом активе больше, чем продавец?
- Если предложение такое хорошее, то почему его еще никто не перехватил?

Нужно помнить и то, что эффективность сегодня не означает ее наличие завтра.

Резюме: неэффективность — это необходимое условие для успехов в инвестировании. Попытки превзойти полностью эффективный рынок похожи на подбрасывание монетки: в любом случае ваши шансы 50 на 50. Чтобы инвесторы могли получить преимущество, необходима неэффективность — несовершенное, ошибочное ценообразование, — которой можно воспользоваться.

Но допустим, что она там есть. Одного этого недостаточно для получения сверхдоходности. Описанное выше означает лишь то, что цены не всегда

справедливы, случаются ошибки. Вам нужно быть прозорливее остальных, чтобы чаще покупать недооцененные и продавать переоцененные активы. Многие удачные сделки — это те решения, которые просто не могут или не хотят принять остальные.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Это очень важно и позволяет понять, почему у большинства профессионалов далеко не всегда получается пре-
взойти рынок, специалисты стремятся достичь высокой доходности
здесь и сейчас и поэтому избегают непопулярных активов, которые
выглядят непривлекательно в краткосрочной перспективе.

////////////////////////////////////

Пусть остальные думают, что рынок в принципе нельзя опередить. Их отказ от участия в гонке создает дополнительные возможности для тех, кто готов рискнуть.



Можно ли рассматривать теорию инвестиций и положение об эффективности рынка как универсальный закон? Или эта идея неприменима в реальности и ее можно смело игнорировать? В конце концов, это вопрос баланса, а баланс достигается за счет применения здравого смысла и необходимой информации. В своей инвестиционной карьере я пришел к выводу, что раз тезис об эффективности рынка имеет значение, то лучше сконцентрироваться на сравнительно неэффективных рынках, где усердный труд и мастерство окупаются лучше всего. Это стало главным поворотным пунктом в моей карьере.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Конечно, некоторые рынки отличаются мень-
шей эффективностью, поскольку они менее популярны, однако не-
которые сегменты востребованных рынков, например обычные
акции, также могут быть неэффективными. Благодаря маленькой ка-
питализации или необычным событиям, связанным с ними.

////////////////////////////////////

Теория повлияла на мое решение и позволила не тратить время на популярных рынках. Но понимание ограничений этой теории удержало меня от окончательного перехода в стан противников активного управления.

Подводя итог, я считаю, что теория должна влиять на наши решения, но не определять их. К примеру, если полностью игнорировать теорию, легко допустить грубейшие ошибки. Нельзя всерьез считать, что можно всегда опережать самые популярные рынки и знать больше других. Мы можем купить акции ради высокой доходности, но не учесть связанных с ними рисков или приобрести 50 связанных друг с другом бумаг и ошибочно решить, что проведена диверсификация...

Однако, если полностью положиться на теорию, можно отказаться от поиска выгодных сделок, возложить всю ответственность на компьютер и в результате упустить выгоду, которую мог бы получить подготовленный профессионал. Тут можно представить профессора, сторонника теории эффективности рынка, который прогуливается со своим студентом.

«Глядите, по-моему, там валяются десять долларов», — говорит студент. «Нет, этого не может быть, — отвечает профессор, — иначе бы их уже кто-нибудь подобрал». Профессор смело идет мимо, а студент поднимает банкноту и покупает себе пиво.

ЗАМЕТКА «АЛЬФА? ЧТО ЭТО?»,

11 июля 2001 года

3

Самое важное — это... СТОИМОСТЬ

Чтобы инвестиции были успешными, необходимо точно оценить внутреннюю стоимость актива. Без этого любые надежды на устойчивый успех в инвестициях так и останутся надеждами.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Уоррен Баффетт утверждает, что лучший курс по инвестициям — это тот, который учит двум вещам: оценивать инвестиции и размышлять о движении цен. Эта глава посвящена первому вопросу.

////////////////////////////////////

Старейшее и простейшее правило инвестирования звучит так: «Покупай дешево, продавай дорого». Кажется совершенно очевидным: кто хочет заниматься чем-нибудь еще? Но что, собственно, значит это правило? Ответ опять очевиден: покупай что-нибудь по низкой цене и продавай по высокой. Возникает еще один вопрос: что такое высокая и низкая цена?

На первый взгляд, кажется, что основная цель — купить дешевле, а затем продать дороже. Но, поскольку продавать вы будете, вероятно, не скоро, этот принцип вряд ли поможет вам определить ту цену, по которой стоит покупать актив сегодня. Должны быть какие-то объективные стандарты для «высокой» и «низкой» цены, и удобнее всего для этого пользоваться понятием внутренней стоимости актива. Тогда значение высказывания становится проще: покупайте по цене ниже внутренней стоимости, а продавайте по более высокой. Конечно, для этого неплохо бы иметь представление о внутренней или справедливой стоимости актива. Для меня ее точное определение — обязательная отправная точка.

////////////////////////////////////
ПОЛ ДЖОНСОН: Это первый строительный кирпичик в деле стоимостного инвестирования.
////////////////////////////////////



Попробуем упростить: все подходы к инвестированию в ценные бумаги компаний можно разделить на два основных типа — основанные на анализе качества компании (фундаментальный анализ) и на изучении ценового поведения самих ценных бумаг (технический анализ). Иными словами, у инвестора есть два основных пути: пытаться оценить внутреннюю стоимость и покупать или продавать акции при отклонении цены от нее либо руководствоваться в решениях исключительно ожиданиями относительно будущих колебаний цен.

Сначала рассмотрим второй вариант, поскольку я не верю в его жизнеспособность и постараюсь его побыстрее опровергнуть. *Технический анализ*, то есть изучение предыдущего ценового поведения акций, практикуется с тех пор, как я только пришел в отрасль (впрочем, он использовался и гораздо раньше), но в последнее время находится в упадке. Сейчас все реже встречаются инвесторы, которые принимают свои решения исключительно на основании истории колебания цен. Наблюдения за историческими моделями ценового поведения можно использовать в дополнение к фундаментальному анализу.

Частично упадок технического анализа можно приписать *гипотезе случайных блужданий* — составляющая чикагской теории, разработанной в начале 1960-х годов профессором Юджином Фамой*. Гипотеза случайных блужданий утверждает, что колебания цены акций в прошлом никак не помогают предсказать будущую динамику цен. Иными словами, это такой же случайный процесс, как и подбрасывание монетки. Все мы знаем, что, даже если монета десять раз подряд упала орлом вверх, вероятность выпадения орла при следующем броске все равно составляет пятьдесят на пятьдесят. Точно так же,

* Юджин Фама (р. 1939, Бостон) — американский экономист, лауреат Нобелевской премии 2013 года. *Прим. ред.*

согласно этой гипотезе, факт, что цена акции растет уже десять дней, ничего не говорит о том, что случится с ценой завтра.

Второй подход к инвестициям, так называемое инерционное инвестирование, опирается на информацию о предыдущих колебаниях цен. Оно тоже вступает в противоречие с гипотезой случайных блужданий. Конечно, не мне его судить. Однако, по моему мнению, инвесторы, практикующие такой подход, полагают, что смогут точно определить, какие из растущих в цене активов продолжат рост.

Инерционное инвестирование позволяет участвовать в «бычьем» рынке, который продолжает свой рост, однако я вижу в этом подходе много недостатков. Говоря об одном из них, экономист Херб Стайн критически заметил: «Если что-то не может продолжаться вечно, оно прекратится». И что тогда случится с инерционными инвесторами? Как этот подход позволит им вовремя избавиться от акций, чтобы избежать падения цены? И что они будут делать, когда рынок начнет падать?

Кажется очевидным, что инерционное инвестирование — не самый разумный подход. Самый яркий пример — появление в 1998–1999 годах так называемых внутрисдневных трейдеров. Большинство из них были непрофессиональными инвесторами — их привела в индустрию надежда легко сколотить капитал на буме доткомов. Они редко переносили свои позиции на другой день, поскольку иначе им пришлось бы за это платить. По несколько раз в день они пытались угадать, упадет или вырастет в ближайшие несколько часов в цене акция, за которой они следили.

Мне не понять, как людям это приходит в голову: по-моему, это то же самое, что пытаться угадать, кто покажется из-за угла — мужчина или женщина. Как я понимаю, дейтрейдеры считали успехом покупку акции за 10 долларов и продажу по 11, покупку ее на следующей неделе по 24 и продажу за 25, покупку через неделю за 39 долларов и продажу за 40. Если вы не видите недостатков подхода, при котором трейдер зарабатывает три доллара на акции, поднявшейся на тридцать, то, возможно, вам не стоит продолжать читать эту книгу.



Если оставить в покое инерционных инвесторов с их досками предсказаний, а также все остальные способы инвестирования, которые отказываются от разумного анализа, то нам останутся два подхода, за каждым из которых

стоят фундаментальные показатели: *инвестирование в стоимость* и *инвестирование в рост*. В двух словах разница между ними такова: инвесторы в стоимость стремятся определить текущую внутреннюю стоимость ценной бумаги и купить ее за меньшую цену, а инвесторы в рост пытаются найти такие ценные бумаги, стоимость которых будет быстро расти в будущем.

Для инвесторов в стоимость актив — это не эфемерная идея, в которую инвестируешь ради ее привлекательности (или потому, что другие сочли ее привлекательной). Это осязаемый объект, который должен иметь внутреннюю ценность (и эту ценность можно установить). И если его можно купить ниже этой справедливой стоимости, то следует сделать это. Таким образом, разумное инвестирование основывается на оценке внутренней стоимости. Эта оценка должна проводиться самым тщательным образом, с использованием всей доступной информации.

ЗАМЕТКА «О ВАЖНОМ», 1 июля 2003 года

////////////////////////////////////
ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Оценка стоимости включает в себя и оценку
 будущего роста прибыли или денежного потока.
 //////////////////////////////////////

Что же делает ценную бумагу — или их эмитента — ценными? Причин много: финансовые ресурсы, менеджмент, заводы, розничные магазины, патенты, персонал, бренды, потенциал роста, а прежде всего — способность приносить прибыль и генерировать денежные потоки. Вероятно, в большинстве аналитических подходов считается, что все эти характеристики важны именно потому, что они со временем могут быть преобразованы в прибыль.

Инвестирование в стоимость делает ставку на реальные факторы: физические активы и денежные потоки. Таким неосязаемым факторам, как талант, мода и потенциал долгосрочного роста, придается меньшее значение. Некоторые школы инвестирования в стоимость полностью посвящают себя работе с физическими активами. Существует даже так называемое инвестирование в стоимость чистых активов, при котором покупают, когда общая рыночная цена акции компании ниже, чем разница между текущими активами компании

(денежные средства, дебеторская задолженность и запасы) и ее суммарными обязательствами. В этом случае вы теоретически можете купить все акции, продать текущие активы, погасить задолженность и получить в итоге бизнес и немного денег. Пусть деньги небольшие, но в любом случае оказывается, что за бизнес вы заплатили «меньше чем ничего».

Инвестирование в стоимость — это поиск дешевизны. Инвесторы в стоимость обычно рассматривают такие финансовые показатели, как прибыль, денежные потоки, дивиденды, физические активы и стоимость предприятия, и, анализируя их, пытаются совершить выгодную покупку. Таким образом, основная задача инвесторов в стоимость — определить текущую ценность компании и купить ее акции как можно дешевле.

Инвестирование в рост — это нечто среднее между скучным усердием инвестирования в стоимость и адреналиновым порывом инерционного инвестирования. Его задача — выявить компании с хорошими перспективами. По определению это значит, что оно придает больше значения потенциалу компании и меньше — ее текущим характеристикам.

Разницу между двумя основными подходами к инвестированию можно свести к следующему.

- Инвесторы в стоимость покупают акции (даже те, внутренняя стоимость которых в будущем едва ли сильно вырастет) из убеждения, что их текущая внутренняя стоимость выше их текущей рыночной цены.
- Инвесторы в рост покупают акции (даже те, чья текущая внутренняя стоимость ниже их текущей рыночной цены), поскольку считают, что их цена в будущем быстро вырастет и принесет значительные плоды.

Таким образом, на мой взгляд, выбор осуществляется не между стоимостью и ростом, а между стоимостью сегодня и стоимостью завтра. Инвестирование в рост — это ставка на результаты компании в будущем, которые могут быть достигнуты или нет, а инвестирование в стоимость основано исключительно на анализе текущей ценности компании.

ЗАМЕТКА «ЗОЛОТАЯ СЕРЕДИНА»,

21 июля 2004 года

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Одно из основных достижений Баффетта — расширение идеи стоимости: это не просто что-то «дешевое». Баффетт ищет «хорошие» компании, доступные и по привлекательной цене. Идея роста заложена при расчете стоимости.

////////////////////////////////////

Было бы удобно считать, что сторонники стоимостного подхода *полностью избегают* предположений о будущем, а инвестирование в рост *исключительно строится* на предположениях о будущем, однако это, разумеется, серьезное преувеличение. Ведь установление текущей стоимости бизнеса требует составить мнение относительно его перспектив, а для этого нужно принимать во внимание возможную макроэкономическую ситуацию, конкурентную среду и технологические преимущества. Даже многообещающее инвестирование в стоимость чистых активов будет обречено, если активы компании теряются в проигрышных операциях или тратятся на неразумные приобретения.

Таким образом, не существует четкой границы между стоимостью и ростом; то и другое требует от нас попыток предсказать будущее. Инвесторы в стоимость учитывают потенциал роста компании, а школа «роста по разумной цене» явно предпочитает опираться на стоимость. Вопрос лишь в масштабах. Однако, думаю, можно смело сказать, что инвестирование в рост полностью имеет дело с будущим, в то время как инвестирование в стоимость сосредоточено на сегодняшних показателях, но и от будущего ему никуда не деться.



Приведу явный пример инвестирования в рост. Вернемся во времена Nifty Fifty — странной затеи, которая подчеркивает контраст между двумя подходами и показывает, как далеко может завести маниакальное стремление к росту.

В 1968 году я получил свою первую работу в отрасли управления инвестициями — устроился на лето работать в финансово-аналитический отдел First National City Bank (ныне Citibank). Банк руководствовался подходом, известным как «инвестирование в Nifty Fifty». Его целью было выявить компании с наиболее благоприятными перспективами роста прибылей в долгосрочном

периоде. Помимо темпов роста, управляющих инвестициями банка интересовало «качество», под которым подразумевалась высокая вероятность осуществления ожиданий роста. Официально заявлялось, что если компания растет достаточно быстро и обладает достаточным качеством, то цена ее акций не имеет значения. Если акции дороги по сегодняшним меркам, стоит подождать несколько лет — и они вырастут в цене.

Тогда, как и сейчас, в инвестиционных портфелях наблюдался перевес в сторону акций фармацевтических, технологических компаний и компаний, производящих потребительские продукты. В портфели банка входили акции таких уважаемых компаний, как IBM, Xerox, Kodak, Polaroid, Merck, Eli Lilly, Avon, Coca-Cola, Philip Morris, Hewlett-Packard, Motorola, Texas Instruments и Perkin-Elmer. Все это были величайшие американские компании, которых ожидало светлое будущее и быстрый рост. Поскольку с ними не могло случиться ничего плохого, их акции стоило брать по любой цене.

Пролетели два десятилетия, и что мы видим? Некоторые компании из этого списка — например, Kodak и Polaroid — обнаружили, что их основной бизнес разрушен из-за непредвиденных изменений в технологиях. Другие — например, IBM и Xerox — серьезно замедлили развитие, чем и воспользовались новые конкуренты.

Все это привело к тому, что в списке лучших компаний Америки, составленных моим банком, за прошедшие 42 года многие фирмы утратили свои позиции, а некоторые и обанкротились. Это слишком большой промежуток времени, чтобы рассчитывать на долгосрочный рост — и на способность точно его предсказывать.

////////////////////////////////////

КРИСТОФЕР ДЭВИС: Интересно, что этот портфель — если бы приобрести его в 1968 году и держать до наших дней — все же опередил бы рынок, однако прошли десятилетия, прежде чем он выбрался со дна, а результат был достигнут только благодаря выдающимся успехам Philip Morris. Хотя сам принцип верен (переплата вредит доходам), этот пример также напоминает о разнице между акциями и облигациями. Акции представляют интересы владельцев бизнеса, который, по сути своей, не ограничен во времени; если вы в принципе правы относительно бизнеса, со временем последствия

переплаты будут не такими сильными. В некоторых редких случаях (как с Philip Morris) можно выиграть благодаря «чуду» роста с двузначными темпами за 42 года. Насколько мне известно, при инвестициях в инструменты с фиксированной доходностью подобной возможности никогда не представлялось.



В отличие от инвестирования в стоимость, инвестирование в рост построено вокруг поиска сверхуспешных компаний. Если же таковых не предвидится, то зачем мириться с неопределенностью, которая всегда сопутствует предсказаниям будущего? Здесь, конечно, спорить не о чем: предвидеть будущее труднее, чем настоящее. Таким образом, средний уровень достижений инвесторов в рост должен быть ниже, но премия в случае успеха выше. Выгоды от правильного определения того, какие компании придумают качественное новое лекарство, выпустят самый мощный компьютер или снимут самый кассовый блокбастер, могут быть очень значительными.

В целом при правильном определении роста открываются впечатляющие возможности, зато потенциал правильного определения стоимости более устойчив. Мой подход — стоимость. В моей книге устойчивость важнее драматизма.



Если инвестирование в стоимость обладает потенциалом обеспечивать постоянную доходность, получается ли, что — это простой подход? Нет.

Во-первых, необходимо точно определить стоимость. Без этого любые надежды на устойчивый успех в инвестициях так и останутся надеждами. Без точной оценки вы можете не только недоплатить, но и переплатить. И если вы переплачиваете, то для успеха потребуется существенное увеличение стоимости, очень сильный рынок или еще менее разборчивый покупатель (раньше таких называли «большой дурак»).

Более того: если вы решили придерживаться стоимостного подхода к инвестированию и определять внутреннюю стоимость ценной бумаги или актива, очень важно держаться его твердо. В мире инвестиций правота в частном случае вовсе не означает правоту во всем.

Инвестору трудно всегда поступать правильно. Однако это и невозможно. Самое большое, на что мы, инвесторы в стоимость, можем надеяться, — это на свою правоту относительно стоимости актива и способность покупать в благоприятных условиях по цене меньше этой стоимости.

////////////////////////////////////

СЕТ КЛАРМАН: *В идеале — по значительно меньшей цене. Чем больше скидка, тем больше запас прочности. Маленькая скидка и ограниченный запас прочности не дают вообще никакой защиты.*

////////////////////////////////////

Но принятое сегодня решение совершенно не означает, что вы готовы с завтрашнего дня начать зарабатывать.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Я всегда говорю своим студентам: «Если вы хорошо поработали при определении стоимости акции, я гарантирую, что рынок с вами согласится». Но не уточняю — когда именно. То ли через несколько недель, то ли через несколько лет. Грэхем говорил, что рынок — это «весы» в долгосрочной перспективе, даже если в краткосрочной он часто руководствуется эмоциями. По моему опыту работы на американских фондовых рынках могу сказать, что двух-трех лет — достаточно, чтобы рынок попал в прогноз. А если читать газеты каждый день, то все кажется ужасным.*

////////////////////////////////////

Твердо усвоенное понимание стоимости поможет вам справиться с таким расхождением. Допустим, вы подсчитали, что какой-то актив стоит 80, а сейчас его можно купить за 60. Шансы купить что-то настолько ниже действительной стоимости представляются не каждый день, и ими надо пользоваться. Уоррен Баффетт называет такую возможность «покупкой доллара за 50 центов». Так что вы покупаете и чувствуете, что добились успеха.

Но не ожидайте получить успешный результат немедленно. Более того, часто оказывается, что вы сделали покупку во время продолжительного падения. Очень скоро вы начнете подсчитывать убытки. Одно из величайших

инвестиционных изречений гласит: «Слишком сильно опередить свое время — почти то же самое, что совершить ошибку». Так что внезапно актив, стоящий 80, оценивается уже не в 60, а в 50. И что делать?

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Если вы купили акции не на абсолютном минимуме (что почти невозможно), то, совершая любую инвестицию, вы в какой-то момент будете находиться в убытке.

ГОВАРД МАРКС: Пытаясь дать полезный совет, я уделяю большое внимание четырем основным тезисам, отсылки к которым вы увидите во многих главах. Первый из них часто недооценивается большинством инвесторов: это страх выглядеть неправым. Как и в любых других отраслях, требующих применения навыков в трудных обстоятельствах, средний показатель правоты даже выдающихся инвесторов будет значительно ниже 100%, а на их пути будут встречаться ошибки и спады. Верные суждения необязательно будут моментально оправдываться, поэтому даже лучшие инвесторы часто будут выглядеть неудачниками. Если вам это не нравится, подыщите себе другую сферу деятельности.

////////////////////////////////////

Из базового курса по микроэкономике мы знаем, что кривая спроса направлена вниз: когда цена растет, требуемое количество сокращается. Иными словами, людям нужно меньше по высокой цене и больше — по низкой. Это вполне разумно; потому-то оборот в магазинах выше во время распродаж.

В большинстве случаев это верно, но в мире инвестиций оправдывается далеко не всегда. Здесь многие продолжают хранить верность активам, которые они привыкли покупать, в случае роста цены (ведь это подтверждает их правоту!), и отказываться от них, когда цена падает, поскольку это побуждает их сомневаться в своем решении. Поэтому держать акции и покупать по более низкой цене (инвесторы называют это скупкой по мере снижения курса) очень трудно, особенно если падение оказывается затяжным. Если вам нравятся акции по 60, вы должны любить их еще больше по 50, а уж тем более по 40 и 30.

////////////////////////////////////

СЕТ КЛАРМАН: В некоторых случаях изменения стоимости могут иметь циклический характер. Представьте себе закрытый фонд, бумаги которого торгуются с дисконтом. Если они падают на 50% и на ту же сумму падает стоимость фонда, то на первый взгляд нет лучше момента для выгодной сделки. Хороший анализ должен включать в себя оценку вложений самого фонда, чтобы определить, являются ли эти активы недооцененными или переоцененными.

////////////////////////////////////

Но это не так-то просто. Никто не любит терпеть убытки, и со временем в голову приходит мысль: «Возможно, прав все-таки не я, а рынок». Особенно опасно думать: «Акции так сильно упали, что уж лучше продать их, пока они вообще не дошли до нуля». Это мышление, которое приводит к продажам по бросовым ценам.

Инвесторы, ничего не знающие о доходах, дивидендах, стоимости или ведении бизнеса (и не интересующиеся этим), просто не могут обладать необходимой решимостью, чтобы поступить правильно в нужное время. Пока все вокруг заняты покупками и получением дохода, они не могут определить, когда стоимость слишком высока, и потому не принимают участия в процессе. А если рынок находится в свободном падении, им не хватает уверенности, необходимой, чтобы удерживать позиции или покупать при значительно снизившихся ценах.

ЗАМЕТКА «ИРРАЦИОНАЛЬНЫЙ ВОСТОРГ»,

1 мая 2000 года

Правильная точка зрения, основанная на точной оценке, не поможет, если не уметь ее отстаивать. Неточная оценка, если отстаивать ее слишком активно, еще хуже. Это лишний раз доказывает, что принять правильное решение очень трудно.



Дайте большинству инвесторов — особенно большинству инвесторов-любителей — дозу сыворотки правды и спросите: «Каков ваш подход к инвестированию?» Неизбежно последует ответ: «Я ищу акции, которые пойдут в гору». Но серьезное стремление к получению доходов должно быть основано на чем-то более осязаемом. На мой взгляд, лучший кандидат на эту роль — это полученная на основе фундаментальных показателей внутренняя стоимость. Точная оценка внутренней стоимости закладывает фундамент для стабильного, бесстрастного и потенциально доходного инвестирования.

Инвесторы в стоимость получают наибольшую доходность, когда они покупают недооцененный актив, безошибочно проводят скупку по мере снижения цены и получают подтверждение правильности своего анализа. Таким образом, на падающем рынке есть два основных ключа к получению дохода: нужно оценить внутреннюю стоимость и достаточно твердо держаться своей точки зрения, чтобы продолжать покупать даже тогда, когда цены продолжают снижаться, намекая, что вы ошибаетесь. Да, и еще третий ключ: вы должны быть правы.

4

Самое важное — это... соотношение цены и внутренней стоимости

Успешность инвестиции заключается не в «покупке качественного актива», а в «качественной покупке актива».

Допустим, вы убедились в эффективности стоимостного инвестирования и умеете определять внутреннюю стоимость акций или иных активов. Допустим даже, что ваша оценка при этом верна. Этого недостаточно. Чтобы понять, какие действия следует предпринять, нужно рассмотреть цену актива относительно его внутренней стоимости. Установление правильной взаимосвязи между основными фундаментальными показателями — ценой и внутренней стоимостью — является основой успешного инвестирования.

Для стоимостного инвестора цена — это точка отсчета. Раз за разом мы видим доказательства того, что любой актив может оказаться плохим капиталовложением, если он куплен по необоснованно высокой цене. При этом даже не самый лучший актив может быть удачной инвестицией, если он приобретен достаточно дешево.

////////////////////////////////////

КРИСТОФЕР ДЭВИС: Однако инвесторы должны помнить о риске обесценения, который может привести к дальнейшему падению и так дешевых акций.

////////////////////////////////////

Когда люди заявляют: «Мы покупаем только А» или «А — наилучший класс активов», это звучит, как будто они будут покупать А по любой цене вне зависимости от того, сколько при этом будут стоить В, С или D. Это неправильно. Ни один класс активов не является гарантированным источником высокого дохода. Привлекательность актива должна быть обусловлена правильностью его цены.

Полагаю, если я предложу вам купить у меня машину, вы, прежде чем соглашаться или отказываться, спросите о цене. Принимать инвестиционные решения без тщательного анализа справедливости цены актива просто глупо.

Однако люди поступают именно таким образом, когда необдуманно говорят, что какой-либо актив должен быть у них в портфеле, как это было с акциями технологических компаний в конце 90-х, или же определенным активам там не место, как в случае с облигациями с «мусорным» рейтингом в 70-х — начале 80-х.

Таким образом, нельзя рассуждать о качестве инвестиций, не принимая во внимание их цену!

ЗАМЕТКА «ГЛАВНОЕ — ЭТО...», 1 июля 2003 года

////////////////////////////////////
ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Индивидуальные инвесторы должны учитывать этот «самый важный» пункт при принятии любого инвестиционного решения. Не важно, насколько привлекательно выглядит инвестиция: если реальная стоимость не установлена, инвестицию нельзя считать хорошей или плохой.*
////////////////////////////////////



Фундаментальное (и вполне разумное) условие гипотезы эффективного рынка состоит в том, что если вы покупаете что-то по справедливой стоимости, то вправе ожидать соответствующей доходности с учетом риска. Однако активные инвесторы ищут умеренного соотношения риск-доходность; их интересует сверхдоходность. (Если вас устраивает умеренная доходность, почему бы просто не инвестировать в индексный фонд и тем избавить себя от многих проблем?)

Поэтому в покупке актива по его справедливой цене смысла не так уж много. А платить *больше*, чем он стоит, — это определенно ошибка; потребуется много труда или еще больше удачи, чтобы актив, приобретенный по завышенной цене, стал успешным капиталовложением.

Помните принцип Nifty Fifty, о котором говорилось в прошлой главе? На своем пике многие из этих крупнейших компаний демонстрировали коэффициент «цена/прибыль» (P/E) (отношение рыночной цены акции компании к ее прибыли в расчете на одну акцию за определенный период) между 80 и 90. (Для сравнения: после войны средний коэффициент P/E составлял около 15.) И казалось, что никого не волновала настолько завышенная величина.

Прошло всего несколько лет — и все изменилось. В начале 1970-х фондовый рынок остыл, в дело вмешались внешние факторы — нефтяное эмбарго и повышение инфляции, — и акции Nifty Fifty обвалились. За несколько лет P/E этих компаний с 80–90 упал до 8–9, что означало потерю 90% вложений в лучшие компании США. Люди могли приобретать действительно качественных эмитентов, но цена была неверной.

В компании Oaktree говорят: «хорошо купленное — уже наполовину проданное». Смысл высказывания заключается в том, что при покупке актива за относительно низкую цену не приходится задумываться, когда, кому и по какой цене актив будет продан. Ответ на эти вопросы со временем придет сам.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Многие стоимостные инвесторы не умеют выбирать правильное время для продажи (часто они продают слишком рано). Однако знание того, когда покупать, с лихвой компенсирует многие ошибки, возникающие из-за преждевременной продажи.

////////////////////////////////////

Если ваша оценка внутренней стоимости верна, со временем рыночная цена актива приблизится к этой стоимости.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Когда рынок волатилен в краткосрочной перспективе, очень важно помнить, что время все расставит на свои места.

////////////////////////////////////

Сколько стоят эти компании? В конце концов, все сводится к этому. Купить долю в хорошей идее или даже в хорошем бизнесе недостаточно. Нужно купить ее по разумной (а лучше всего — по сниженной) цене.

ЗАМЕТКА «ПУЗЫРЬ ДОТКОМОВ», 3 января 2000 года



Возникает вопрос: какие факторы определяют цену? На что потенциальный покупатель должен смотреть, чтобы убедиться, что цена верная? Конечно, на действительную внутреннюю стоимость. Но в большинстве случаев цена бумаги будет зависеть как минимум не слабее от двух других факторов — психологического и технического (а краткосрочная динамика цены в основном определяется именно ими). Большинство инвесторов — особенно непрофессиональных — мало знают о технических показателях. Это нефундаментальные (то есть не связанные со стоимостью) факторы, которые влияют на спрос и предложение акций. В качестве примера можно привести принудительное закрытие позиций при обвале рынка у клиентов, торгующих «с плечом» и получивших маржин-коллы (требования о доведении средств на счет). Еще одним примером может послужить приток средств во взаимные фонды, что вынуждает управляющих портфелями совершать покупки активов. В обоих случаях люди вынуждены заключать сделку, не обращая особого внимания на цену. Поверьте, нет ничего лучше, чем покупать у человека, который во время кризиса вынужден продавать по любой цене. Многие из лучших покупок в истории нашей компании происходили именно так. Однако необходимо все же сделать пару замечаний.

- Нельзя построить карьеру, только покупая у вынужденных продавцов и продавая вынужденным покупателям; они находятся далеко не всегда, это скорее исключение, характерное для обвалов и «пузырей».
- Если покупать у вынужденного продавца — самое лучшее, что может быть, то *оказаться* вынужденным продавцом — самое худшее. Поэтому необходимо так вести свои дела, чтобы позволить себе держать — а не продавать — акции даже в худшее время. Это требует долгосрочного капитала и серьезной психологической устойчивости.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Применительно к индивидуальным инвесторам это означает, что, если вы слишком много инвестировали в рынок или в конкретный актив и не можете выдержать неблагоприятные периоды волатильности, может возникнуть ситуация, при которой вы и станете таким вынужденным продавцом, о которых говорит Маркс.

////////////////////////////////////

Все это подводит меня ко второму фактору, который тоже оказывает очень значительное влияние на цену: к психологии. Ее важность трудно переоценить, поэтому несколько последующих глав будут посвящены обсуждению психологии инвестора и того, как реагировать на ее проявления.

Если ключ к определению действительной стоимости — это грамотный финансовый анализ, то, чтобы понять отношения цены и внутренней стоимости — и его перспективы, — нужно проникнуть в мысли других инвесторов. Психология инвестора может стать причиной того, что ценная бумага в краткосрочной перспективе станет продаваться по абсолютно любым ценам, независимо от любых фундаментальных показателей.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Как опять же сказал бы Баффет, лучший практикум по инвестициям должен учить, как определять реальную стоимость, и только потом — как думать о рыночной цене. Понимание того, что цена может серьезно отличаться от реальной стоимости в краткосрочной перспективе, — это основа. Понимание же психологии с целью извлечь выгоду из таких колебаний — самое сложное.

////////////////////////////////////

Таким образом, для инвестора важнее всего не бухгалтерский учет или экономика, а психология. Нужно понять, кому нравится актив, а кому нет. Будущие изменения в цене будут определяться тем, увеличится количество инвесторов, которым нравится актив, или уменьшится. Инвестирование — это соревнование

в популярности, и самое опасное — купить актив на пике его популярности. В этот момент все благоприятные факты и мнения уже отражены в его цене, так что ожидать новых покупателей не приходится.

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: Вторая ключевая тема — это не «самое важное», но «самое рискованное». В этой книге риску уделяется очень много внимания: описывается множество факторов, которые делают инвестирование опасным. Мы постарались описать их все в этой книге, чтобы помочь вам научиться их распознавать и избегать. У крупнейших неудач — будь то акции Nifty Fifty в 1969 году, акции доткомов в 1999 году, закладных в 2006 году — есть нечто общее: никто не видел в них недостатков. Описать подобное состояние можно разными способами: «идеальная цена», «на пике популярности», «все прекрасно». Однако идеал недостижим, и со временем недостатки обнаруживаются во всем. Заплатив за совершенство, вы никогда не получите желаемого, а уплаченная высокая цена подвергает вас риску, когда обнаруживается реальное положение дел.

////////////////////////////////////

Самая безопасная и потенциально самая доходная операция — купить актив, который не нравится никому. Со временем его популярность, а следовательно, и цена могут пойти только в одном направлении: вверх.

ЗАМЕТКА «СЛУЧАЙНЫЕ МЫСЛИ О ТОМ, КАК ВЫЯВЛЯТЬ
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ», 24 января 1994 года

Разумеется, психология рынка — это еще одна трудная для освоения, но очень важная область.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: Это замечание особенно важно для студентов, которые обычно обладают небольшим опытом.

////////////////////////////////////

Важность психологии рынка определяется несколькими факторами. Во-первых, психология трудна для понимания. Во-вторых, психологические факторы, которые воздействуют на мышление других инвесторов и их поведение, будут с тем же успехом воздействовать и на вас. Как вы увидите в следующих главах, эти факторы часто заставляют людей делать именно то, чего успешный инвестор старается никогда не делать. Поэтому хотя бы ради самозащиты стоит потратить время и силы на изучение психологии рынка как минимум для защиты от возможных потерь.

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: «Человеческий фактор» имеет очень большое значение. Это именно та область, в которой должны преуспевать успешные инвесторы, поскольку финансовый анализ не сможет гарантировать положительный результат, если ваша реакция на развивающиеся события определяется эмоциями и ничем не отличается от реакции остальных. Поэтому третий ключевой тезис связан с умением контролировать собственные эмоции и эго. Достичь этого довольно сложно, поскольку, кажется, все, что связано с инвестированием, так или иначе заставляет инвесторов совершать неправильные поступки в неправильно выбранное время. В конце концов, все мы люди, так что нужно стараться стать лучше, чем другие инвесторы, хотя все мы начинаем с одного и того же.

////////////////////////////////////

Важно понять, что внутренняя стоимость — это далеко не единственный фактор, который определяет цену актива в тот день, когда вы его покупаете. Постарайтесь, чтобы психология и технические показатели тоже были на вашей стороне. Необходимо также учитывать психологию инвесторов и технические показатели.



Рассмотрим полную противоположность сознательному инвестированию в стоимость — бездумную погоню за «пузырями», когда совершенно

не учитывается отношение между ценой и стоимостью. Все «пузыри» начинаются с определенной идеи.

- Тюльпаны — красивые и редкие цветы (в Голландии XVII века).
- Интернет вскоре изменит мир.
- Недвижимость будет расти в цене, не отставая от инфляции, и вы всегда сможете жить в своем доме.

Несколько разумных инвесторов находят (или даже предсказывают) эти идеи, инвестируют в актив и начинают получать доход. Затем ту же идею подхватывают другие — или просто видят, что люди зарабатывают, — и тоже начинают покупать, повышая цену актива. При таком росте цены инвесторы все больше думают о возможности легкого заработка, однако вместе с тем все меньше обращают внимание на справедливость самой цены. Это крайнее проявление феномена, который уже был описан: с ростом цены актив должен быть менее привлекателен для инвестиций, но в реальности часто происходит с точностью до наоборот.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Этот феномен раз за разом наблюдается на рынке, хотя его и трудно объяснить. Людей привлекают те инвестиции, которые в последнее время показывали неплохую доходность. Они также обращают внимание на высокую доходность, показанную профессиональными инвесторами, хотя эта доходность слабо коррелирует с будущими результатами тех же управляющих.

////////////////////////////////////

В 2004–2006 годах рынок недвижимости был на пике популярности: домовладение было неотъемлемой частью американской мечты и способом нажиться на инфляции, ипотека была дешевой, а по платежам можно было получать налоговые вычеты, так что в итоге все стали думать, что «цены на недвижимость будут только расти». Все мы знаем, что в итоге произошло.

А что с другой печально известной «бесприигрышной» идеей? Во время «пузыря доткомов» покупатели не беспокоились о том, что акции оценивались

слишком высоко. Они были уверены, что со временем кто-то другой заплатит за них еще больше. К сожалению, теория большого дурака работает только до определенного момента. Потом в игру вступает стоимость, и акционеры вынуждены расплачиваться по полной.

- Самые хорошие акции могут приносить убыток, если вы за них переплачиваете.
- Достоинства акций — и огромные доходы, которые, кажется, получают все подряд, — со временем могут заставить махнуть рукой и купить этот актив даже тех, кто не собирался участвовать в лихорадке.
- «Пик» для акций, группы или рынка наступает, когда последний из тех, кто еще не решился стать покупателем, все-таки приобретает акции. Часто это не зависит от фундаментальных факторов.
- Сообщение «цены слишком высоки» вовсе не означает, что дальше они пойдут вниз. Актив может быть переоценен и при этом оставаться в том же положении долгое время... или даже расти в цене.
- Однако со временем в игру вступает стоимость.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Еще раз перечитайте последнюю фразу!*

ПОЛ ДЖОНСОН: *Эти утверждения совершенно верны, о них легко забыть во время всеобщего помешательства на «пузырях».*

////////////////////////////////////

ЗАМЕТКА «ПУЗЫРЬ ДОТКОМОВ», 3 января 2000 года

Проблема в том, что в «пузырях» «привлекательность» часто расценивается как «привлекательность по любой цене». Часто говорят: «Это не дешево, но я думаю, что акции еще поднимутся в цене из-за избыточной ликвидности» (или еще из-за чего-то). Другими словами, «акции торгуются на максимуме, но все равно продолжают расти». Покупать или держать акции, основываясь

на такой точке зрения, крайне рискованно — именно это порождает «пузыри». В «пузырях» погоня за рынком затмевает собой любые представления о стоимости и справедливой цене, а жадность (и зависть к тем, кто, судя по всему, наживает легкие деньги, пока вы стоите в стороне) сводит на нет любое благоразумие, которое могло бы удержать от опрометчивого шага.

В целом я считаю, что инвестиционный подход, основанный на внутренней стоимости, наиболее надежен. И, напротив, рассчитывать на то, что вы получите доход независимо от внутренней стоимости и за счет «пузыря», вероятно, наиболее рискованно.



Рассмотрим возможные способы обеспечения доходности инвестиций.

- *Доходность от роста внутренней стоимости актива.* Проблема заключается в том, что такой рост трудно с уверенностью предсказать. Кроме того, обычное представление о потенциале роста акций обычно уже учтено в цене актива. Поэтому если ваш взгляд не отличается от мнения большинства и не превосходит его, то вы, по всей вероятности, уже заплатили за потенциальное повышение стоимости. В некоторых областях инвестирования — прежде всего на рынках прямых инвестиций (покупка компаний) и недвижимости — «контролирующие инвесторы» могут создать прирост стоимости благодаря активному управлению. Это имеет смысл, но занимает много времени, не дает гарантий и требует значительного мастерства. А если компания уже достаточно хороша, прирост стоимости обеспечить достаточно сложно.
- *Применение кредитного плеча (левериджа).* Здесь проблема в том, что использование кредитного плеча — покупки на заемные средства — не улучшает инвестиции сами по себе и не увеличивает их доходность. Оно просто увеличивает любые возможные доходы или убытки. К тому же появляется риск разорения, если стоимость портфеля не соответствует контрактным требованиям и кредиторы требуют свои деньги назад в то время, когда цены и ликвидность слишком низкие. Много лет кредитное плечо ассоциируется с высокой доходностью, но с ним же связаны и наиболее внушительные проигрыши.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: Это одно из самых важных замечаний во всей главе 4. Почти все молодые инвесторы усваивают этот урок лишь после того, как потерпят крах.

////////////////////////////////////

- *Продажа по цене выше действительной стоимости.* Любой инвестор, владеющий активом, надеется на появление покупателя, который будет готов переплатить за него. Но, разумеется, рассчитывать на то, что такой профит вам действительно попадется, не приходится. В отличие от корректировки цены недооцененного актива, покупка по завышенной цене актива, который оценен справедливо или даже переоценен, подразумевает иррациональное поведение покупателя, на что совершенно невозможно полагаться.
- *Покупка по цене ниже действительной стоимости.* На мой взгляд, это наилучший вариант — наиболее надежный способ заработать. Покупка с дисконтом по отношению к реальной стоимости и ожидание, пока цена актива не станет соответствовать этой реальной стоимости, не требует особой прозорливости; нужно лишь, чтобы участники рынка прозрели сами. Если рынок функционирует должным образом, стоимость актива окажет магнетическое воздействие на его цену.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Со временем рынок заработает и установит справедливую цену. Перечитайте еще раз фразу Маркса: в ней заложен основной смысл инвестирования в стоимость.

ПОЛ ДЖОНСОН: Здесь Маркс демонстрирует всю суть инвестирования в стоимость. Сложность заключается в покупке по нужной цене. Но, если этот шаг сделан верно, об остальном позаботятся время и другие участники рынка.

////////////////////////////////////

Покупка по низкой цене — это наиболее надежный способ обеспечения доходности инвестиций. Но даже он не всегда работает. Вы можете ошибиться

при определении реальной стоимости. Или произойдут события, из-за которых эта стоимость снизится. Или случится обвал рынка, и придется продавать актив ниже его действительной стоимости. Или сближение цены с внутренней стоимостью займет больше времени, чем у вас объективно есть; ведь еще Джон Мейнард Кейнс говорил: «Рынок может оставаться иррациональным дольше, чем вы можете оставаться платежеспособным».

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: Многих новых инвесторов шокирует, сколько времени занимает доказательство справедливости верных суждений. Одна из самых важных черт инвестора — уверенность в справедливости своего мнения о внутренней стоимости: она поможет вам продержаться, пока рынок не согласится с вами и не оценит избранный вами актив по достоинству.

////////////////////////////////////

Покупка по цене ниже внутренней стоимости — не безошибочный метод, но это наилучший способ получения дохода.

5

Самое важное — это... понимание риска

Риск означает, что может случиться больше, чем происходит.

ЭЛРОЙ ДИМСОН

Инвестирование подразумевает, что вы имеете дело с будущим. А поскольку никто из нас не может с уверенностью предсказать будущее, риск неизбежен. Таким образом, риск — это важный (на мой взгляд, *самый важный*) элемент инвестиций. Несложно найти инструменты, которые вырастут в цене. Если вы найдете их достаточно — значит, вы двигаетесь в верном направлении. Но вряд ли вы всегда будете преуспевать, избегая прямого риска. Первый шаг состоит в понимании риска, второй — в осознании тех случаев, когда этот риск высок. Наконец, последний шаг — контроль риска. Поскольку мы будем говорить об очень важной и сложной проблеме, я отвожу на подробное освещение вопросов риска сразу три главы.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: *Маркс говорит о риске в главах 5–7, и это наиболее подробное и убедительное изложение этой темы, которое мне попадалось. С его рассуждениями на тему вопросов риска не сравнится ни одна публикация или доклад. Эти три главы для меня — самая важная часть во всей книге.*

////////////////////////////////////



Почему я говорю, что оценка рисков настолько важна при инвестировании?

Есть три серьезные причины.

Во-первых, риск — это плохо, и большинство разумных людей стремится его избежать или хотя бы свести к минимуму. В финансовой теории принято исходить из того, что людям свойственно избегать риска, то есть они предпочитают рисковать меньше, а не больше. Поэтому инвестор, обдумывая вложение, должен для начала определить, насколько оно рискованно и готов ли он мириться с такой степенью риска.

Во-вторых, рассматривая варианты инвестиций, вы должны принимать решение, исходя не только из потенциальной доходности, но и из потенциального риска. Инвесторы не любят рисковать, но их можно подкупить, пообещав высокую доходность. Только тогда они могут согласиться на дополнительный риск. Например, если казначейские ноты или акции мелких компаний предположительно принесут 7% годовых, любой бросится покупать первые (поднимая их цену и снижая потенциальную доходность) и продавать вторые (снижая их цену и тем самым увеличивая их доходность). Предполагается, такая корректировка относительных цен, которую экономисты называют *установлением равновесия*, должна сопоставить с риском возможные доходы.

Итак, инвестор должен не только определить, готов ли он мириться с абсолютной величиной риска, но и понять, оправдывается ли риск предполагаемой доходностью. Оценка рисков — неотъемлемый фактор принятия инвестиционных решений.

В-третьих, при оценке результатов инвестирования нужно рассматривать также не только полученный доход, но и уровень риска, который пришлось для этого взять. Как был получен доход — с помощью консервативных или высокорисковых инвестиций? Обеспечили ли его облигации с фиксированной доходностью или акции? Инвестировали ли вы в акции крупных, зарекомендовавших себя эмитентов или в акции более мелких компаний, больше подверженных потрясениям? В ликвидные акции и облигации или нерыночные истории с ограниченной ликвидностью? Использовалось ли кредитное плечо? Был ли портфель концентрированным или диверсифицированным? Безусловно, те инвесторы, которые просто просматривают отчет и обнаруживают, что получили 10% годовых, не могут судить о том, хорошо или плохо

поработали их управляющие. Для этого нужно понимать, на какой риск шли эти управляющие. Иными словами, нужно понимать доходность с поправкой на риск.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Однако многие решения индивидуальных и корпоративных инвесторов основываются только на одной этой величине, которая трудно объясняется и прогнозируется.

////////////////////////////////////

Именно из взаимосвязи риска и доходности возникло графическое представление, ставшее невероятно популярным в мире инвестиций (рис. 5.1). На нем показана «линия рынка капитала», которая поднимается вправо, отражая положительную корреляцию между риском и доходностью. Рынки устроены так, что более рискованные активы приносят более высокую доходность. Ведь в противном случае их бы никто не покупал!



Рис. 5.1



Хорошо знакомый специалистам график взаимосвязи доходности и риска весьма элегантен в своей простоте. К сожалению, многие делают на его основе ошибочный вывод, который приводит к проблемам.

Очень часто, особенно в благоприятные времена, можно услышать: «Более рискованные инвестиции приносят бóльшую доходность. Чтобы больше заработать, нужно больше рисковать». Однако нет никакой гарантии, что рискованные инвестиции принесут более высокую доходность. Почему? Все просто: если бы рискованные инвестиции гарантированно обеспечивали высокую доходность, их никто не считал бы рисковыми! Корректная формулировка звучит так: чтобы привлечь капитал, более рискованные инвестиции должны сулить перспективу более высокой доходности — высокой обещанной доходности или высокой ожидаемой доходности. Но нигде не сказано, что эти высокие прогнозные доходы обязаны материализоваться.

Моя иллюстрация графика рынка капиталов позволяет мне понять глубинные взаимосвязи, которые лежат в его основе (рис. 5.2).

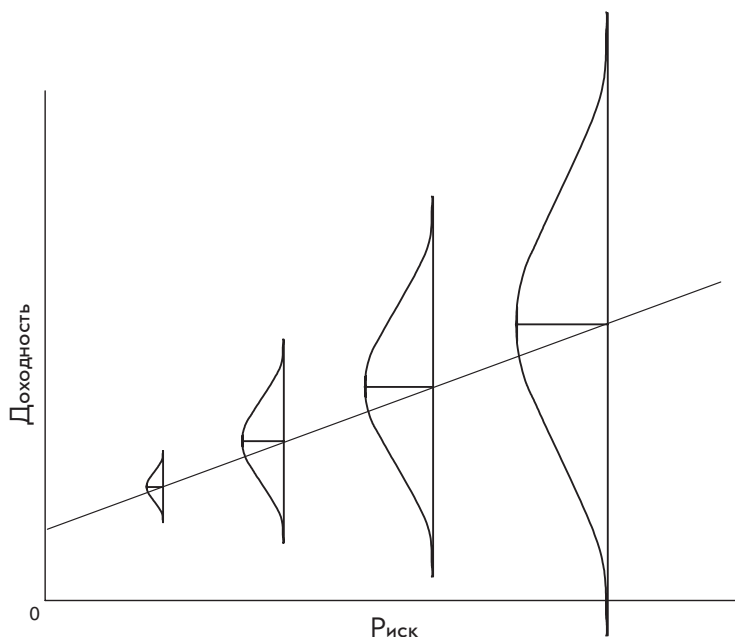


Рис. 5.2



ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Этот график — полезный способ визуализации взаимосвязи между риском и доходностью. Еще один полезный способ представить вероятностное распределение будущей доходности — помнить о том, что итоговое распределение этой потенциальной доходности на деле не является нормальным.

ГОВАРД МАРКС: Инвестирование предполагает, что мы имеем дело с будущим. Если бы будущее было известно всем, то инвестирование было бы не особенно сложной задачей и, следовательно, не приносило бы особых доходов. Поскольку будущее все же туманно, мой последний ключевой тезис связан с важностью понимания неопределенности. Приведенный выше график демонстрирует суть «более рискованных» инвестиций. Это не какая-то абстракция: более рискованные инвестиции связаны с большей неопределенностью конечного результата и повышают вероятность нежелательного итога.



Более рискованные инвестиции — это такие капиталовложения, результат которых сложнее прогнозировать. Поэтому вероятностное распределение доходности в данном случае шире. При справедливой цене более рискованные инвестиции должны предусматривать:

- более высокую ожидаемую доходность;
- вероятность получения более низкой доходности;
- в некоторых случаях вероятность убытков.

Традиционный график взаимосвязи между рисками и доходностью (рис. 5.1) вводит в заблуждение, поскольку демонстрирует лишь положительную корреляцию между риском и доходностью, но не показывает связанную с риском неопределенность. Поэтому он причинил много горя тем, кто, основываясь на этом графике, сделал вывод, что чем больше риска, тем выше доходность. Надеюсь, что моя версия того же графика окажется более полезной.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: Доводы Маркса о взаимосвязи между риском и доходностью отличаются исключительной ясностью, особенно если сравнивать графики на рис. 5.1 и 5.2. Кроме того, рис. 5.2 гораздо лучше показывает связь между риском и доходностью, чем более общий график с рис. 5.1.

////////////////////////////////////

Этот график показывает не только положительную корреляцию между риском и доходностью, но и тот факт, что неопределенность доходности и вероятность убытков увеличиваются с ростом рисков.

ЗАМЕТКА «РИСК», 19 января 2006 года

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: Отлично сказано! Маркс совершенно верно обходит стороной вопрос об уравнительной волатильности риска, о которой так любят говорить ученые и некоторые практики. Вместо этого Маркс предлагает гораздо более глубокое определение риска.

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Сопоставление риска потери капитала навсегда и потенциальных доходов — одна из ключевых идей инвестирования. Однако Маркс указывает, что многие академические определения риска, в которых говорится только о волатильности доходности, упускают из виду нечто важное. Они не отражают того восприятия риска, которое присутствует у многих инвесторов.

////////////////////////////////////



Наша следующая задача — дать определение риску. Что именно он включает в себя? Синонимы риска — опасность, угроза, страх, тревога. Все это весьма вероятно и крайне нежелательно.

И тем не менее финансовая теория (та же самая, которая предложила график, изображенный на рис. 5.1, и концепцию доходности с поправкой на риск) определяет риск просто как волатильность (или вариативность, отклонение). Но ни одно из этих слов не содержит идеи «угрозы».

Ученые, разработавшие теорию рынков капитала, утверждают, что риск равен волатильности, поскольку волатильность показывает ненадежность инвестиций. Мне кажется, что такое определение риска влечет за собой серьезную проблему.

На мой взгляд, ученые — вольно или невольно — из соображений удобства стали рассматривать волатильность вместо риска. Для вычислений им требовалась объективная величина, которую можно было бы определить исторически и экстраполировать на будущее. Волатильность хорошо подходит для этого, а большинство других вариантов определения риска — нет. Однако, на мой взгляд, проблема состоит в том, что инвесторы, оценивая риск, о волатильности заботятся в последнюю очередь.

Определений риска действительно много, но волатильность среди них чуть ли не наименее значимый. Теория гласит, что инвесторы требуют от более волатильных инструментов большей доходности. Но, чтобы рынок установил на инструменты такие цены, чтобы более волатильные капиталовложения могли с большой вероятностью принести большой доход, должен возникнуть спрос на это, а мне такого не встречалось. Я никогда не слышал, чтобы кто-нибудь из Oaktree или где-то еще сказал: «Я не буду покупать, потому что в цене ожидаются большие колебания» или «Я не буду покупать, потому что цена может упасть на четверть». Поэтому мне трудно поверить, что волатильность — это именно то определение, которое инвесторы принимают во внимание, определяя цену и будущую доходность.

Полагаю, что причиной отказа от инвестиций становится не волатильность, а беспокойство по поводу потери капитала или неприемлемо низкой доходности. Для меня фраза «Мне нужно больше потенциала роста, потому что я боюсь потерять деньги» звучит гораздо разумнее, чем «Мне нужен большой потенциал

роста, потому что я боюсь, что цена может сильно колебаться». Нет, я уверен, что под «риском» прежде всего понимается вероятность потерять деньги.

ЗАМЕТКА «РИСК», 19 января 2006 года

Возможность навсегда потерять свои деньги — вот то определение риска, о котором беспокоюсь и я, и мои коллеги из Oaktree, и все известные мне разумные инвесторы.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: Я даже возьму на себя ответственность утверждать, что риск навсегда потерять капитал — это вообще единственное определение риска, о котором стоит беспокоиться.

////////////////////////////////////

Однако есть и много других определений риска, и о них следует знать, потому что они могут повлиять либо на вас, либо на других и тем самым предоставить вам возможность извлечь из этого выгоду.

Инвестиционный риск проявляется по-разному. Многие проявления важны лишь для некоторых инвесторов, так что один и тот же актив одни инвесторы считают рискованным, а другие — безопасным.

- *Риск недостижения цели* — у инвесторов могут быть разные цели, и для каждого инвестора невозможность достичь цели представляет риск. Например, топ-менеджеру на пенсии достаточно 4% годовых, чтобы оплачивать счета, а уж 6% — это большое достижение. Но для пенсионного фонда, который должен зарабатывать 8% годовых, 6%-ная доходность в долгосрочной перспективе чревата серьезным риском. Очевидно, что это личный и субъективный риск, а не абсолютный и объективный. Поэтому один и тот же актив может в этом отношении быть рискованным для одних и совершенно безопасным для других. Поэтому для такого риска «рынок» не требует компенсацию в форме более высокой доходности.

- *Риск низкой доходности* — представим себе: управляющий инвестициями понимает, что большей доходности не получить, независимо от того, насколько эффективно работают активы клиента, но очевидно, что можно все проиграть, если не сумеет придерживаться доходности какого-либо индекса. Это «эталонный риск», и управляющий может исключить его, поставившись эмулировать соответствующий индекс. Но у любого инвестора, не желающего отказываться от сверхдоходности и решившего действовать, отталкиваясь от некоего индекса, будут наступать периоды значительного снижения доходности. Поскольку большинство инвесторов строго придерживается какого-то определенного подхода и ни один подход не может быть эффективным всегда, то и у лучших инвесторов бывают периоды серьезного снижения доходности.
- Иногда, в самые безумные времена, разумные инвесторы добровольно идут на «риск непринятия достаточного уровня риска». (Хороший пример — поведение Уоррена Баффета или Джулиана Робертсона в 1999 году. В тот год низкая доходность требовала определенной смелости, поскольку означала отказ от участия в «пузыре доткомов».)

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: В 2000-е годы 79% управляющих инвестициями, оказавшихся в верхнем квартиле по доходности, по крайней мере три года провели в нижнем квартиле (источник: Davis Advisors). А большинство инвесторов гоняются за модными фондами и не связываются с менеджерами, которые демонстрируют низкую доходность в краткосрочном периоде.

////////////////////////////////////

- *Карьерный риск* — это крайняя форма риска низкой доходности: риск, который возникает, когда люди управляют деньгами, которые им не принадлежат. В подобных случаях менеджеры (или «агенты»), возможно, не особенно заботятся о доходности, в которой не имеют доли, зато смертельно боятся убытков,

поскольку они могут стоять им работы. Последствия очевидны: они редко идут на риск, который может поставить под угрозу доходность до такой степени, что агента уволят.

- *Риск нетрадиционности* — иными словами, это риск быть не как все. Управляющие чужими деньгами менеджеры порой комфортнее чувствуют себя в рамках средней доходности, что бы она ни значила с абсолютной точки зрения. Им трудно предпринять неординарные шаги, если есть риск, что они завершатся неудачей и последующим увольнением...
- Подверженность такому риску не дает многим показывать выдающуюся доходность, но при этом создает возможности нетривиальных инвестиций для тех, кто все же отважится быть не как все.
- *Риск отсутствия ликвидности* — если инвестору требуются деньги на оплату хирургической операции через три месяца или на покупку дома через год, он часто может не иметь возможности инвестировать в активы, которые имеют низкую ликвидность. Таким образом, для этого инвестора риск — это не только потеря денег или волатильность. Это невозможность обратить инвестиции в деньги по разумной цене. Этот риск тоже относится к личным.

ЗАМЕТКА «РИСК», 19 января 2006 года



Сейчас я хотел бы немного внимания уделить тому, что вызывает риск убытков. Во-первых, риск убытков необязательно является следствием низких фундаментальных показателей. Фундаментально слабый актив: акции не очень известной компании, спекулятивные облигации, здание не в той части города могут оказаться очень успешной инвестицией, если приобрести их достаточно дешево.

Во-вторых, риск может присутствовать даже в благоприятной макросреде. Паника может быть легко вызвана сочетанием самонадеянности, нежелания разбираться в ситуации и делать поправку на риск и небольшой коррекции

на рынке. Так может случиться с любым, кто не уделяет достаточно времени и усилий на изучение процессов, оказывающих ключевое влияние на его активы.

В основном проблема заключается в излишнем оптимизме и слишком высоких ценах. Инвесторы часто ассоциируют увлекательные истории и громкую рекламу с высокой потенциальной доходностью. Кроме того, они ожидают высокой доходности от активов, которые в последнее время демонстрируют хорошие результаты. Такие форсированные инвестиции нередко на первых порах оправдывают ожидания, но они определенно подразумевают высокий риск. Рожденные на пике энтузиазма толпы и поднятые на «пьедестал популярности», они с равной вероятностью могут обернуться как высокими, так и низкими доходами, а могут и вовсе принести убытки.

ГОВАРД МАРКС: Наиболее опасные условия для инвестиций обычно берут начало в слишком оптимистичном настрое. Поэтому убытки не всегда объясняются ухудшением фундаментальных показателей — достаточно ухудшения мнения инвесторов. Высокие цены часто обрушиваются под собственным весом.



Уверен, никто не будет спорить: инвесторы должны требовать более высокой доходности от инвестиций, которые считают более рисковыми. Они так и поступают. Надеюсь, можно согласиться и с тем, что убыток — это тот риск, о котором чаще всего беспокоятся, требуя высокой доходности и тем самым устанавливая цену на активы. Возникает важный вопрос: *как измерить этот риск?*

Во-первых, очевидно, что это всего лишь мнение: пусть это квалифицированная оценка будущего на основе множества данных, но это всего лишь оценка.

Во-вторых, не существует стандарта для количественного анализа. Для любого актива найдутся и те, кто считает, что риск высок, и те, кто полагает, что он низок. Некоторые определяют риск как возможность не получить прибыль, а некоторые — как возможность потерять какую-то часть денег и так далее. Кто-то считает риском потерю денег за год, а кто-то — потери за весь период владения активом. Надо полагать, если бы все инвесторы встретились в одной комнате и раскрыли друг другу карты, они никогда бы не пришли к согласию по поводу количественного показателя рискованности актива. Но даже если бы им это удалось, оценку нельзя было бы соотнести с оценкой, выработанной другой группой инвесторов для другого актива. Вот почему я говорю, что оценка риска и решение по взаимосвязи риска и доходности не могут быть автоматизированы. Бен Грэхэм и Дэвид Додд в своем «Анализе ценных бумаг», библии инвесторов в стоимость, так писали на этот счет еще более 60 лет назад: «Взаимосвязь между разными видами активов и риском убытков слишком неопределенна и слишком зависит от изменяющихся условий, чтобы ее можно было выразить в однозначных математических формулах».

В-третьих, риск обманчив. Обычные соображения — например, нормальное развитие событий — учесть легко. Но нетривиальные события, которые случаются раз в жизни, с большим трудом поддаются оценке. Если активы подвержены особенно серьезному риску, который, однако же, случается все не так часто (я называю такие случаи маловероятными *катастрофами*), то они кажутся безопаснее, чем на самом деле.

Итак, в целом можно сказать, что по большей части риски субъективны, скрыты и не поддаются количественной оценке.

Что это нам дает? Если риск убытков нельзя измерить, оценить или даже наблюдать, если он крайне субъективен, то как вообще с ним работать? Умелые инвесторы чувствуют риск в определенных ситуациях. Они принимают решения на основе стабильности и надежности внутренней стоимости, а также соотношения между ценой и внутренней стоимостью.

В расчет могут приниматься и другие факторы, но по большей части их можно считать разновидностью одного из двух указанных.

В последнее время часто предпринимаются попытки подвести научную базу под оценку рисков. Финансовые институты принимают на работу «риск-менеджеров», занимающихся количественной оценкой и не связанных с командами управляющих активами, а также берут на вооружение инструмент «количественной оценки риска» (VaR — value at risk), чтобы определить уровень риска портфеля. Но результаты, которые показывают эти специалисты и их инструменты, не могут быть лучше исходных данных, на которые они опираются, и их суждений по поводу обработки этих данных. На мой взгляд, они никогда не станут точнее, чем субъективные решения выдающихся инвесторов.

Учитывая сложность оценки вероятности убытков, инвесторы, которые стремятся объективно оценить доходность с поправкой на риск, — а таких инвесторов много, — могут полагаться лишь на так называемый коэффициент Шарпа. Это отношение средней премии за риск для портфеля (доходы сверх «безрисковой ставки», или ставки по краткосрочным казначейским облигациям) к среднему отклонению доходности портфеля. Эти вычисления кажутся уместными для активов, которые торгуются публично и поэтому часто продаются и переоцениваются; в этих вычислениях есть своя логика, и это определенно лучшее, что у нас есть. Хотя этот коэффициент ничего прямо не говорит о возможности убытков, есть основания полагать, что цена более рискованных бумаг колеблется больше, чем цена более безопасных, так что коэффициент Шарпа обладает определенной значимостью.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: К слову, коэффициент Сортино рассматривает лишь нисходящую волатильность, а не оба ее варианта — восходящую и нисходящую. Так или иначе, не существует хороших формул расчета риска будущих убытков.

////////////////////////////////////

Для частных активов, не имеющих рыночной цены, — например, недвижимости, а также целых компаний — альтернативы субъективной оценке риска просто не существует.



Несколько лет назад, обдумывая трудность прогнозирования риска, я понял, что из-за латентной, субъективной и не поддающейся измерениям природы риска инвестиций (определяемого как вероятность убытков) его нельзя измерить не только априори, но и постфактум.

Допустим, вы совершили вложение, которое себя оправдало. Но разве это говорит о его безопасности? Допустим, вы купили что-то за 100 долларов, а через год продали за 200. Была ли эта затея рискованной? Кто знает? Возможно, она влекла за собой множество потенциальных угроз, которые, однако, не реализовались. Таким образом, реальный уровень риска мог быть высоким. Или же, допустим, инвестиции оказались убыточными. Были ли они рискованными? Или они должны были ощущаться как рискованные во время анализа и их совершения?

Подумав, вы легко дадите ответ: если событие произошло (в нашем случае — понесены убытки), это не значит, что оно обязательно должно было произойти. С другой стороны, если событие не наступило, это не значит, что оно было маловероятно.

Нассим Талеб, автор книги «Одуроченные случайностью», на мой взгляд, является крупным авторитетом в этом вопросе. Он рассказывает об «альтернативных историях», которые могли не произойти, но произошли. Подробнее об этой важной книге мы поговорим в главе 16, а сейчас альтернативные истории будут меня интересовать только применительно к риску.



СЕТ КЛАРМАН: Это тот случай, когда очень многое зависит от менеджера. Талантливые менеджеры будут понимать риски, которые могут угрожать их бизнесу, и примут меры, чтобы избежать или хотя бы уменьшить их. Плохие менеджеры либо не заметят рисков, либо не приступят к действиям, тем самым подвергая свои компании риску убытков, которых можно было и избежать.



В мире инвестиций можно многие годы жить на доходы от одной удачной спекуляции или одного смелого, но точного прогноза. Но что доказывает один-единственный успех? На стремительно растущем рынке лучшие результаты обычно показывают те, кто идет на наибольший риск. Но были ли эти люди так умны, что предсказали наступление хороших времен для второсортных активов, или же это просто агрессивные инвесторы, действия которых удачно совпали с ростом рынка? Проще говоря, насколько часто в нашем бизнесе люди оказываются правы, исходя из неверных предпосылок? Этих людей Нассим Талеб называет «везучими дураками», и в краткосрочной перспективе их действительно тяжело отличить от умелых инвесторов.

Дело в том, что даже после закрытия позиции нельзя сказать, какой риск она в себе таила. То, что актив принес доход, вовсе не означает, что он не был рисковым, и наоборот. Говоря об успешном инвестировании, невозможно понять, был ли благоприятный исход единственно возможным или одним из сотен решений (при этом большинство остальных возможностей были неблагоприятными)? То же самое для неудачников: были ли их действия разумными, но не оправдавшимися или же просто диким решением, которое заслуживало наказания?

Как оценить работу инвестора по определению связанных с инвестированием рисков? Это еще один хороший вопрос, на который трудно ответить. Рассмотрим, к примеру, синоптика. Он говорит, что завтра с вероятностью 70% будет дождь. Дождь действительно идет — прав он был или нет? А если дождя нет? Невозможно определить точность прогноза, отличного от 0 или 100%, не сделав огромного количества попыток.

ЗАМЕТКА «РИСК», 19 января 2006 года

Это подводит меня к цитате из Элроя Димсона, с которой начинается эта глава: «Риск означает, что может случиться больше, чем происходит». Теперь мы переходим к метафизическому аспекту риска.

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: *Формулировка Димсона помогает лучше понять неопределенность и напоминает об очень простой идее: в будущем возможно очень многое. Мы не знаем, какие варианты развития событий наступят, и эта неопределенность делает инвестирование еще сложнее. Инвесторы, работающие по одному сценарию, игнорируют этот факт и излишне упрощают свою задачу, так что для достижения хороших результатов им требуется высокая доходность.*

////////////////////////////////////

Напомню вам предложение, с которого эта глава началась. Занимаясь инвестированием, вы имеете дело с будущим. Однако очевидно, что «знать» что-либо о будущем невозможно. Дальновидные люди руководствуются идеей о спектре возможных будущих исходов и их относительной вероятности, составляя, таким образом, приближенное распределение вероятности. (Напротив, недалекновидные люди не имеют об этом представления и вынуждены просто гадать.)

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: *Возможность наступления различных исходов подразумевает, что думать о будущем мы должны, ориентируясь не на единственный вариант, а на целый спектр вариантов. Лучшее, что мы можем сделать, — это построить распределение вероятности, которое учитывает все возможные исходы и описывает их относительную вероятность. Мы должны принимать в расчет все варианты, а не только наиболее вероятные. Инвесторы неоднократно терпели крах просто из-за того, что не учли невероятные, с их точки зрения, события.*

////////////////////////////////////

Если у нас есть чутье, мы можем судить о том, какой исход наиболее вероятен, какова вероятность других исходов, насколько широк спектр возможных исходов, а следовательно, и каков «ожидаемый результат». Ожидаемый результат вычисляется на основе оценки вероятности наступления каждого события; эта цифра говорит о наиболее вероятном будущем многое — но не все.

Даже если мы знаем закон распределения вероятности, определили наиболее вероятный исход, ожидаемый результат, даже если наши ожидания верны — мы можем говорить только о вероятности или тенденциях. Я провел много часов, играя в карты и кости со своим хорошим другом Брюсом Ньюбергом. Время, проведенное за картами и игральным кубиком, где вероятности понятны и очевидны, показало, как велика роль случая. Брюс отлично охарактеризовал происходящее: «Существует большая разница между вероятностью и самим исходом. Вероятные исходы наступают редко, а невероятные случаются постоянно».

Это едва ли не самое важное, что стоит знать о риске в инвестициях.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Рассматривая инвестиционный портфель, нужно держать в уме, что совпадение нескольких невероятных событий может одновременно поставить под удар сразу многие ваши инвестиции.*

////////////////////////////////////

Говоря о распределении вероятности, я хочу особое внимание обратить на нормальное распределение. Разумеется, от инвесторов требуется высказывать суждения о будущих событиях. Для этого мы сосредоточиваемся на центральном значении, вокруг которого, по нашему мнению, будут группироваться события. Это может быть среднее значение или математическое ожидание (средний ожидаемый результат), медиана (исход, выше вероятности которого находится половина возможных вариантов, а другая половина — ниже) или мода (единственный наиболее вероятный исход). Но, для того чтобы иметь дело с будущим, недостаточно ожидать единственного результата — нужно предполагать и другие возможные результаты и оценивать их вероятность. Нам нужно распределение, которое описывает все вероятности. Большинство феноменов, которые группируются вокруг математического ожидания (среднего) — например, человеческого роста, — образуют знакомую кривую, похожую на колокол, с пиком в центре и двумя ветвями по бокам. Например, больше всего будет встречаться мужчин с ростом 178 сантиметров, несколько меньше — с ростом 175 или 180 сантиметров, намного меньше — с ростом 160 или 196 сантиметров, и почти не будет никого с ростом 140 или 210 сантиметров. Вместо того чтобы исчислять вероятность каждого результата отдельно,

нормальное распределение предлагает удобный способ группировать вероятности, так что несколько показателей смогут рассказать вам о результатах многое. Наиболее распространенное распределение, график которого, кривая Гаусса, имеет характерную форму колокола и называется «нормальным». Однако часто термины «функция Гаусса» и «нормальное распределение» взаимозаменяются, а ведь это не одно и то же. Первое — это общий тип распределения, второе — конкретное распределение с вполне определенными статистическими свойствами. Неумение отличить одно от другого, бесспорно, внесло существенный вклад в случившийся недавно кредитный кризис. В предкризисные годы финансовые инженеры — специалисты по количественному анализу — много работали над созданием и оценкой таких финансовых продуктов, как деривативы и структурированные продукты. Во многих случаях высказывалось предположение, что будущие события подчиняются нормальному закону распределения. Однако нормальное распределение предполагает, что события на хвостах кривой будут происходить крайне редко, в то время как распределение в финансовой отрасли, которое формируется людьми, принимающими решения под воздействием эмоций, следует рассматривать как колокол с «утолщенными» хвостами. Таким образом, когда дефолты ипотечных бумаг стали частыми, события, которые считались крайне маловероятными, начали происходить в ипотечной сфере с завидной регулярностью. Инвесторы в активы, которые были созданы исходя из предположений о нормальном распределении и без достаточного внимания к «крайним событиям» (можно вспомнить термин Нассима Талеба «черные лебеди»), часто терпели крах.

Сейчас, когда инвестирование стало в большой степени опираться на высокую математику, надо следить, чтобы упрощенные оценки не применялись для слишком сложных случаев. Количественная оценка часто основывается на утверждениях, которые стоит рассматривать чуть более критически, иначе со временем могут возникнуть серьезные проблемы.



Вот ключ к пониманию риска: во многом это вопрос мнения. Утверждать что-то по поводу риска с уверенностью сложно даже после самого события. Увидев, что в трудные времена один инвестор потерял меньше другого, можно заключить, что первый инвестор меньше рисковал. Или на основании того,

что одна инвестиция в определенных условиях оказалась более убыточной, чем другая, можно посчитать, что эта первая была более рискованной. Но верны ли эти утверждения?

По-моему, в большинстве случаев справедливо будет считать, что доходность инвестиций — это итог взаимодействия имеющегося портфеля с различными факторами: геополитическим, макроэкономическим, корпоративным, техническим и психологическим.

Парафразируя Димсона, можно сказать, что из множества вероятных исходов наступает только один. Этот исход может оказать положительное или отрицательное влияние на ваш портфель, а результаты могут впоследствии приписать вашим умениям, благоразумию или просто удаче.

////////////////////////////////////
ПОЛ ДЖОНСОН: Полностью понять эту идею — значит сделать большой шаг на пути к высокой доходности инвестиций и получить серьезное философское обоснование инвестирования.
 //////////////////////////////////////

Доходность, которой вы добились с вашим портфелем при конкретном сценарии, ничего не говорит о том, как обстояли бы дела при наступлении любой возможной «альтернативной истории».

- Портфель может быть составлен так, чтобы выдержать 99% всех возможных исходов, но рухнуть в результате наступления одного-единственного неучтенного варианта. В результате возникает впечатление рискованности такого портфеля, хотя инвестор был чрезвычайно осторожен.
- Другой портфель может быть структурирован таким образом, что пошел бы в гору в половине возможных сценариев и провалился бы, если бы реализовался какой-то сценарий из другой половины. Но, если наступает какой-то из «хороших» сценариев и приносит прибыль, сторонние наблюдатели могут сделать вывод о том, что уровень риска этого портфеля весьма низок.
- Успех третьего портфеля может полностью зависеть от наступления одного не самого вероятного события, но в случае реализации этого сценария исключительную агрессию могут принять за консерватизм и прозорливость.

Одна только доходность — особенно краткосрочная — мало что говорит о качестве инвестиционных решений. Доходность следует оценивать по уровню риска, на который ради нее пошел инвестор. А риск, как известно, измерить нельзя.

И уж точно о нем нельзя судить на основании того, что говорят «все» в какой-то момент. Риск могут успешно оценивать лишь искушенные, опытные практики.



Вот вкратце мои мысли о понимании риска.

Риск инвестиций во многом невидим до наступления события (если речь не идет о людях с фантастической интуицией) и даже после того, как оно произошло. Многие финансовые катастрофы в истории были связаны с тем, что люди не смогли предвидеть риск и бороться с ним. Вот несколько причин этого.

- Риск существует только в будущем, и невозможно знать заранее, что нас ждет. Рассматривая прошлое, нельзя увидеть неопределенности. Произошло лишь то, что произошло. Но эта определенность не значит, что процесс, результатом которого стали определенные события, однозначен и всегда приводит к одинаковым исходам. В каждой точке прошлого события могли развиваться по разным сценариям, а то, что наступил только один, не дает увидеть существовавшую вариативность.
- Решения о том, идти на риск или нет, принимаются исходя из предположения о нормальном распределении вероятности, что оправдано во многих случаях. Но иногда происходит нечто крайне маловероятное. Порой даже вовсе невероятное.
- Прогнозы обычно строятся на базе исторической нормы, которая подвергается лишь небольшим изменениям. Смысл в том, что люди обычно ожидают, что будущее станет таким же, как прошлое, и недооценивают потенциал изменений.

- Мы часто слышим о «самых мрачных» прогнозах, но часто оказывается, что они были недостаточно мрачны. Мой отец любил рассказывать об азартном игроке, который всегда проигрывал. Однажды он услышал о забеге, в котором участвовала только одна лошадь, и поставил на нее все деньги, взятые взаймы. На половине дистанции лошадь перепрыгнула через забор и убежала. Дело всегда может пойти хуже ожидаемого. «Самые мрачные» прогнозы, возможно, стоит трактовать как «худшее, что было в прошлом». Однако это не значит, что в будущем дела не могут пойти хуже. В 2007 году худшие предположения многих не только оправдались, но и были превзойдены.
- Риск неравномерен. Допустим, мы говорим о «дефолте 2% ипотечных бумаг» каждый год, и, хотя это верно в среднем за несколько лет, в какой-то момент может случиться взрыв дефолтов, который потопит структурированный финансовый корабль. Именно в этом случае некоторые инвесторы — особенно те, которые активно используют кредитное плечо, — терпят крах.
- Люди часто преувеличивают свою способность оценивать риск и понимать механизмы, действия которых они никогда не видели. Теоретически одна из особенностей, которые отличают человека от животного, — способность распознать угрозу, не имея предшествующего опыта. Необязательно обжигаться, чтобы понять, что не стоит садиться на горячую плиту. Но в периоды растущего рынка об этой способности часто забывают. Вместо того чтобы распознать риск, люди начинают переоценивать свою способность к пониманию работы финансовых новинок.
- Наконец, важно отметить, что многие расценивают риск исключительно с позиций получения дохода. Обычно чем больше риск, тем выше доходность. Рынок действует так, что это правило чаще всего работает — иначе никто не совершал бы рискованных вложений. Но так бывает не всегда — иначе рискованные инвестиции просто не были бы рискованными.

А когда риск реализуется, он *действительно* реализуется, и лишь тогда люди понимают его сущность.

ЗАМЕТКА «И СЕЙЧАС ВСЕ ПО-СТАРОМУ»,

17 декабря 2007 года

ГОВАРД МАРКС: Инвестирование требует от нас принятия решений относительно будущего. Обычно мы при этом подразумеваем, что будущее окажется похожим на прошлое. Но это не значит, что распределение вероятных исходов будет таким же, как всегда. Необычные и маловероятные вещи происходят постоянно, и исходы могут оказаться самыми непредсказуемыми. Недооцененность неопределенности и ее последствия вносят дополнительные сложности в жизнь инвестора.

////////////////////////////////////

6

Самое важное — это... распознать риск

Я считаю, что, поскольку сейчас система стабильна, большее кредитное плечо и повышение риска приведут к тому, что система станет менее устойчивой.

МАЙРОН ШОУЛЗ*

Принято полагать, что риск возрастает во время рецессии и снижается во время бума. Напротив, полезнее было бы считать, что риск *увеличивается* во время роста рынка, поскольку появляется финансовый дисбаланс, и *проявляется* во время рецессии.

ЭНДРЮ КРОКЕТТ**

Несмотря на самые лучшие фундаментальные показатели, инвесторы, руководствующиеся жадностью и склонные к ошибкам, могут все испортить.

Успешное инвестирование предполагает как получение доходов, так и контроль над рисками. А чтобы контролировать риск, необходимо умение его распознать. Надеюсь, я понятно объяснил, что такое риск, а что риском не является. Риск — это неопределенность исхода события и вероятности получения убытков, к которым может привести неблагоприятный исход.

* Американский экономист канадского происхождения. Лауреат Нобелевской премии по экономике за 1997 год. *Прим. ред.*

** Английский банкир и экономист. Занимал различные посты в Банке Англии и МВФ. *Прим. ред.*

////////////////////////////////////
ПОЛ ДЖОНСОН: Это самое ясное и точное определение риска, которое я слышал. Тут Маркс попал прямо в точку.

////////////////////////////////////
Следующий важный шаг — описать, что нужно делать, чтобы распознать риск. Часто обнаружение риска начинается с понимания того, что инвесторы уделяют ему слишком мало внимания, действуют слишком оптимистично и в итоге платят слишком много за определенный актив. Иными словами, чем выше цены, тем выше риск. Речь может идти как о конкретном переоцененном и потому слишком дорогом активе, так и в целом о рынке, на котором превалируют «быки». В этом случае участие в игре вместо осторожного ожидания — главный источник риска.

////////////////////////////////////
ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Переплатить — это отличный способ потерять деньги безотносительно к другим источникам риска — например, волатильности или уровню диверсификации.

ГОВАРД МАРКС: Наибольший риск связан не с низким качеством актива или высокой волатильностью. Он вызван простой переплатой. И этот риск не теоретический, а очень даже реальный.

////////////////////////////////////
В то время как теоретик считает доходность и риск отдельными сущностями, хотя и взаимосвязанными, стоимостной инвестор полагает, что высокий риск и низкая прогнозная доходность — это две стороны одной медали, причина которых одна: высокие цены.

////////////////////////////////////
КРИСТОФЕР ДЭВИС: Таким образом, высокие цены увеличивают риск и снижают доходность.

Итак, понимание взаимосвязи между ценой и внутренней стоимостью — как отдельного актива, так и всего рынка — необходимое условие для успешного управления рисками.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Сюда же инвестор отнесет и риск ошибочной оценки инвестиции.

////////////////////////////////////

Риск появляется, когда рынки перегреты настолько, что цены предполагают скорее убытки, нежели потенциальные доходы. Управление такими рисками начинается с выявления подобных ситуаций.

По всей восходящей линии рынка капитала увеличение потенциальной доходности служит компенсацией за дополнительный риск. За исключением тех, кто умеет увеличивать доходность портфеля, и уже обеспечивших ее управляющих, инвесторы не должны рассчитывать на дополнительное увеличение доходности без принятия дополнительного риска. В то же время инвестор должен требовать премию за риск.

Однако в какой-то точке колебания маятника люди обычно забывают об этом и с готовностью идут на избыточный риск. На «бычьих» рынках обычно в том случае, когда дела долгое время идут хорошо, они начинают утверждать: «Риск — это мой друг. Чем больше риска, тем больше будет мой доход. Больше риска, пожалуйста».

Истина, однако, заключается в том, что терпимость к риску противопоставлена успешным инвесторам. Когда люди не боятся, готовы идти на дополнительный риск, не подкрепленный увеличением потенциального дохода... и риск не окупается.

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: Слишком высокие цены — результат чрезмерно позитивного настроения инвесторов, который нередко вызван недостаточным отказом от риска. Инвесторы, не любящие риск, понимают возможность убытков от него и требуют компенсации за это — в форме разумных цен. Если инвесторы не избегают риска, они заплатят слишком высокую цену.

////////////////////////////////////

Это простая, но неизбежная взаимосвязь. Когда инвесторы не опасаются риска и беспечны, они покупают акции с высоким коэффициентом Р/Е и бумаги частных компаний с высоким мультипликатором по EBITDA (прибыль до уплаты налогов, процентов, износа и амортизации), инвестируют в облигации с небольшим диапазоном доходности и в недвижимость по минимальным «ставкам капитализации» (отношение чистого операционного дохода к цене).

Нет ничего опаснее распространенного убеждения в отсутствии риска, поскольку ожидаемая доходность будет включать в себя соответствующие премии за риск только тогда, когда инвесторы в достаточной степени опасаются риска.

////////////////////////////////////

КРИСТОФЕР ДЭВИС: Хорошая аналогия — исследования, которые показывают, что среди водителей и пассажиров кроссоверов оказывается больше жертв ДТП, чем среди тех, кто ехал в компактных автомобилях, хотя кроссоверы больше и прочнее. Водители кроссоверов считают, что в случае происшествия они надежно защищены, и это приводит к более рискованной манере езды. Ощущение безопасности обычно увеличивает риск, в то время как осознание риска его обычно уменьшает.

ГОВАРД МАРКС: «Нет ничего опаснее широко распространенного убеждения в отсутствии риска». Это высказывание очень важно, потому что объясняет, как поведение инвесторов вызывает риски, которым они подвергаются. Когда они проявляют беспечность, это действительно опасно.

////////////////////////////////////

Надеюсь, в будущем инвесторы будут помнить, что следует бояться риска, и требовать премий за него, а мы будем оставаться настороже в том случае, если они потеряют бдительность.

ЗАМЕТКА «СЛИШКОМ МНОГО ЛОЖНОГО И ГЛУПОГО»,

8 июля 2009 года

Итак, основной элемент, создающий риск, — это убеждение в его маловероятности или даже отсутствии. Это убеждение повышает цены и приводит к тому, что инвесторы соглашаются на рискованные действия независимо от величины ожидаемой доходности.

В 2005–2007 годах убеждение в том, что риск побежден, привело к росту цен до уровня «пузырей», а действия инвесторов были рискованными, как выяснилось позже. Этот процесс — один из самых опасных, и удивляет частота, с которой он повторяется.

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: *Несколько раз за карьеру я слышал, что риск наконец-то побежден, циклы перестали возникать, а законы экономики больше не действуют. Опытный, внимательный к рискам инвестор всегда будет видеть в этом знак серьезной опасности.*

////////////////////////////////////

Одна из самых убедительных — и самых опасных — сказок, которые рассказывают нам в последние годы, связана с глобальным снижением риска. Объясняют ее так.

- Риск экономических циклов понизился благодаря умелым действиям центральных банков.
- В связи с глобализацией риск распределен сейчас по всему земному шару, а не сосредоточен в отдельных географических зонах.
- Секьюритизация и синдицирование распределили риск среди многих участников рынка, в то время как прежде он был сосредоточен у ограниченного числа инвесторов.
- Риск «перешел» к инвесторам, которые лучше всего умеют с ним обращаться.
- Маржинальная торговля (с кредитным плечом) стала гораздо менее рискованной, поскольку процентные ставки и сроки уплаты стали более благоприятными для заемщиков.
- Финансируемый выкуп (Leverage buyout — LBO) стал безопаснее, потому что приобретаемые компании стали фундаментально сильнее.

- Риски можно хеджировать посредством долгосрочных/краткосрочных инвестиций и инвестиций с абсолютной доходностью или посредством деривативов, созданных именно с этой целью.
- Развитие компьютерных технологий, математики и моделирования сделали рынки более понятными и вместе с тем менее рискованными.

Удачная метафора использована в заметке «Пенсия и инвестиции» (20 августа 2007 года): «Джилл Фредстон — известный во всей стране эксперт по лавинам. Она знает, что, пользуясь лучшим снаряжением, скалолазы могут пойти на большой риск. Таким образом, применение лучшей защиты только снижает уровень их безопасности».

////////////////////////////////////
ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Эта мысль очень важна для оценки истинной пользы от различных способов диверсификации.
////////////////////////////////////

Как и возможности для заработка, уровень риска на рынке связан с поведением его участников, а не с собственно ценными бумагами, стратегиями и институтами. Какой бы ни была структура рынка, риск будет низок только при благоразумном поведении инвесторов.

Итак, сказки вроде разговоров о контроле над рисками редко оказываются правдой. Исключить риск нельзя — он просто переносится и перераспределяется. Достижения, из-за которых мир выглядит менее рискованным, обычно оказываются иллюзорными, а розовые очки, которые мы надеваем, лишь усугубляют ситуацию. Это один из самых важных уроков 2007 года.

ЗАМЕТКА «ТЕПЕРЬ ВСЕ ПЛОХО»,

10 сентября 2007 года

Миф о том, что риска больше нет, — это один из самых опасных источников риска, который оказывает сильное влияние на образование любого «пузыря».

В верхней точке колебаний маятника убеждение, что риск низок и данный актив непременно принесет плоды, широко распространяется, и толпа забывает об осторожности, беспокойстве, страхе перед убытками и думает только о том, как бы не упустить подходящую возможность.

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: Летом 2009 года *New York Times* попросила несколько человек высказаться о причинах кризиса. Мой ответ, опубликованный 5 октября на *dealbook.com*, был озаглавлен так: «Слишком много веры, слишком мало сомнений». Изучите его и обратите внимание, что главный враг беспечных, неосторожных инвесторов — они сами.

////////////////////////////////////

Недавний кризис случился в основном потому, что инвесторы решили участвовать в новых, сложных и опасных предприятиях активнее, чем когда-либо. Они переусердствовали с использованием заемных средств и вложили слишком много в неликвидные активы. Зачем же они так поступили?

Они были чересчур уверены и мало беспокоились и потому очень рисковали. Иными словами, они верили, что живут в мире, где мало риска...

Беспокойство и его родственники — недоверие, скепсис, отказ от риска — неотъемлемые компоненты здоровой финансовой системы. Беспокойство не дает совершать рискованные займы, компании не занимают суммы, которые не смогут вернуть, портфели не становятся чрезмерно концентрированными, а непроверенные схемы не превращаются во всеобщую манию. Когда беспокойство и отказ от риска проявляются в достаточной степени, инвесторы задают вопросы, проводят расследования и действуют благоразумно. Рискованные инвестиции либо не совершаются, либо за них требуется адекватная компенсация в виде прогнозируемой доходности.

Но рынки предлагают адекватную премию за риск, только когда инвесторы в достаточной степени склонны его избегать.

Если же беспокойства нет, то рискованные заемщики и сомнительные схемы получают простой доступ к капиталу, а это опасно для всей финансовой системы. Слишком много средств расходуется на погоню за рискованным и новым, заставляя цены на активы расти, а будущую доходность и безопасность снижаться.

Разумеется, в те месяцы и годы, что привели к кризису, немногие участники рынка проявляли беспокойство в той мере, в которой следовало бы.

ЗАМЕТКА «ЛАКМУСОВЫЕ БУМАЖКИ», 10 ноября 2009 года



Инвестиционный риск связан в первую очередь со слишком высокими ценами, а слишком высокие цены часто возникают из-за избытка оптимизма, недостатка скепсиса и излишней терпимости к риску. Вызвано это может быть низкой доходностью безопасных активов и хорошими результатами, которые показывали в последнее время более рискованные активы, а также значительным притоком капитала и повышенной доступностью кредитов. Важно понять, какое влияние оказывают эти факторы.

Инвестиционное мышление — это цепочка, в которой каждое вложение устанавливает требования к следующему. Вот как я описывал этот процесс в 2004 году.

Возьмем «типичный» рынок, каким он был несколько лет назад, и проиллюстрируем, как это работает в реальной жизни. Процентная ставка по тридцатидневному казначейским векселям США, допустим, составляет 4% годовых. Инвесторы говорят: «Если брать на пять лет, то я хочу 5%. А чтобы взять десятилетнюю бумагу, мне нужно 6%». Инвесторы требуют повышения ставок для длительных сроков, поскольку их беспокоит риск покупательной способности, который, как считается, со временем возрастает. Вот почему кривая доходности, которая по сути является частью графика рынка капитала, обычно возрастает с увеличением срока жизни актива. Теперь давайте учтем кредитный риск. «Если за десятилетние облигации Казначейство платит 6%, то я не буду

брать корпоративные облигации, пока мне не дадут 7%». Так появляется идея кредитных спредов. Наш гипотетический инвестор хочет 100 базисных пунктов, чтобы бумаги из «государственных» превратились в «корпоративные». Если среди инвесторов будет достигнут консенсус, то такой спред и установится.

На время отвлечемся от облигаций инвестиционного класса. «Я не буду вкладывать в высокодоходные облигации, если не получу 600 базовых пунктов сверху к доходности казначейских нот с сопоставимым сроком погашения». Итак, высокодоходные облигации должны приносить 12% годовых — со спредом 6% сверх казначейской ноты, чтобы привлечь инвесторов.

Теперь вообще оставим в покое инструменты с фиксированной доходностью. В такой ситуации все еще сложнее, потому что невозможно изучить потенциальную доходность от таких активов, как акции (просто потому что их доходность не фиксированная, а предполагаемая). Но у инвесторов нюх на такие вещи: «В историческом периоде акции S&P* приносили 10% годовых, и я куплю их, только если тенденция сохранится... А более рискованные активы должны приносить более высокую доходность; NASDAQ я буду покупать, только если получу 13% годовых».

И так далее, и тому подобное: «Если я могу получить от акций 10%, то мне нужно 15% для компенсации неликвидности и неопределенности, связанных с недвижимостью. И 25 процентов, если я собираюсь участвовать в LBO; и 30%, чтобы я согласился участвовать в венчурных инвестициях, где успех далеко не гарантирован».

Так это должно работать — и, думаю, в основном так и есть (хотя требования не всегда одинаковы). Эту закономерность можно изобразить в виде линии рынка капитала, которая знакома многим из нас и показана на рис. 6.1.

Большая проблема доходности инвестиций в наше время коренится в начальной точке этого процесса: безопасная ставка — не 4%, а скорее 1%...

* Standard & Poor's, рейтинговое агентство США. *Прим. ред.*

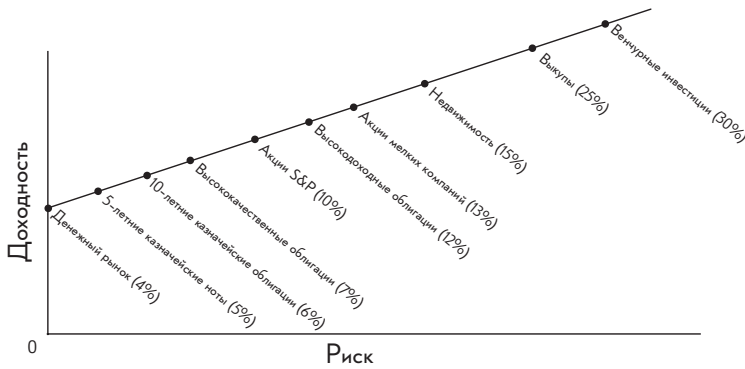


Рис. 6.1

Обычно инвесторы все же хотят получать более высокую доходность и готовы пойти на временный риск, но если начинать с 1%, то правильной ставкой для десятилетних облигаций будет скорее 4, а не 6%. В акции люди не станут инвестировать, если не получат 6–7%. А с «мусорными» облигациями не будут связываться, если доходность не окажется ниже 7%. Недвижимость должна приносить около 8%. Чтобы контрольные пакеты были привлекательными, они должны обещать 15% и так далее. Теперь линия рынка капитала напоминает то, что мы видим на рис. 6.2: она находится ближе к оси абсцисс и имеет меньший наклон.

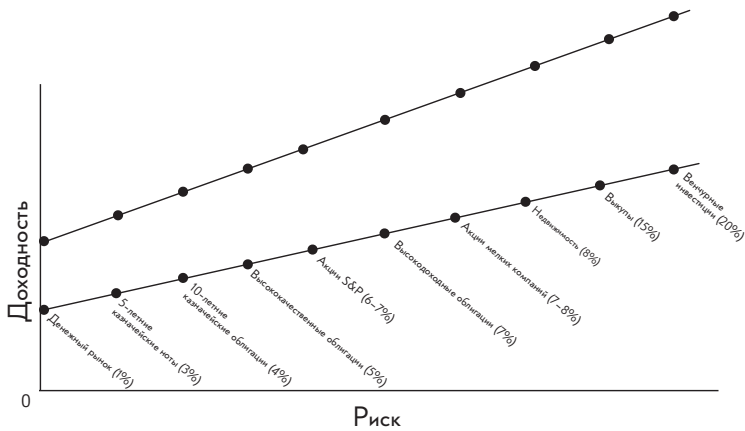


Рис. 6.2

Линия опустилась из-за низких процентных ставок, которые объясняются низким уровнем риска.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Можно предположить, что безрисковую ставку стоит каким-то образом нормализовать, прежде чем использовать ее для оценки более рискованных инвестиций.*

////////////////////////////////////

В конце концов, все активы должны конкурировать друг с другом за капитал, но в этом году из-за низких процентных ставок планка для каждой более или менее рискованной инвестиции установлена ниже, чем я когда-либо встречал за свою карьеру.

Сейчас линия рынка капитала не только находится на низком уровне относительно доходности — многие факторы повлияли на угол ее наклона. (Это важно, поскольку наклон прямой, то есть рост ожидаемой доходности по отношению к риску, влияет на премию на риск.) Во-первых, инвесторы превзошли себя в стремлении избавиться от малорисковых и низкодоходных вложений... Во-вторых, рискованные инвестиции были очень прибыльными на протяжении более чем 20 лет и особенно хорошие результаты демонстрировали в 2003 году. Таким образом, рискованные инвестиции отпугивают инвесторов меньше, чем обычно, поэтому они требуют меньшие компенсации за риск для их осуществления. В-третьих, инвесторы считают, что риск в наше время довольно ограничен...

В целом, выражаясь словами специалистов по количественному анализу, неприятие риска сейчас снижается. Каким-то образом, с помощью алхимии, уникальной для психологии инвесторов, позиция «Я не притронусь к этому ни за что» перешла в «По-моему, солидное вложение».

ЗАМЕТКА «РИСК И ДОХОДНОСТЬ СЕГОДНЯ», 27 октября 2004 года

Такой процесс «обогащения» со временем приводит к росту коэффициента Р/Е, узким кредитным спредам, недисциплинированному поведению

инвесторов, активному использованию кредитного плеча и большому спросу на инвестиционные инструменты любого типа. Все это не только поднимает цены и снижает будущую доходность, но и создает высокорисковую среду.



Риск очень важен для инвесторов. Кроме того, он эфемерен и не поддается измерению. Все это мешает его распознать, особенно когда эмоции хлещут через край. Но распознать его необходимо. Следующая заметка написана в 2007 году и посвящена процессу оценки, который мы использовали в Oaktree для анализа инвестиционной среды и «рисковых настроений» того времени. Конкретика в разные периоды может быть разной, но, надеюсь, сами рассуждения будут полезными.

Каково положение дел сейчас [в середине 2007 года]?

На мой взгляд, ответ не должен удивлять. Я наблюдаю снижение уровня скепсиса, страха и отказов от риска. Большинство готово совершать рискованные вложения, часто потому, что прогнозная доходность традиционных, безопасных инвестиций кажется просто ничтожной. Это верно, хотя недостаток интереса к таким инвестициям и популярность рискованных вложений сделали кривую риска/доходности очень пологой. Премия за риск сейчас самая маленькая за все время, что я помню, но все меньше инвесторов отказывается идти на дополнительный риск из-за этого...

Рынки в последнее время демонстрировали положительную динамику, быстро оправляясь от негатива. Не так много осталось активов, от которых стремятся избавиться, очень мало вынужденных продавцов; за большинство активов ведется конкурентная борьба. В результате я не знаю ни одного открытого рынка, который был бы недооцененным или обделенным инвесторами...

Все так, как есть. Мы живем во времена оптимизма, маятник качнулся к самому краю позитива. Цены завышены, премия за риск невелика. Доверие сменило скептицизм, скупость пришла на смену спросу на бумаги. Вы согласны? Это ключевой вопрос.

Сначала ответьте на него, и затем уже будут ясны последствия инвестирования.

В первом квартале 2013 года произошло несколько дефолтов по низкокачественным ипотечным кредитам. Те, кто был непосредственно с этим связан, потеряли много денег, а наблюдатели забеспокоились, как бы это не повлияло на другие секторы экономики и рынки. Во втором квартале это действительно сказалось на CDO — обеспеченных долговых обязательствах (структурированных, траншевых инвестиционных субъектах), которые вкладывали в портфели низкокачественных ипотечных кредитов, а также оказало влияние на хедж-фонды, покупавшие долги CDO, в том числе в двух фондах Bear Stearns*. Те, кому пришлось закрывать позиции, как это бывает в трудные времена, вынуждены были продавать все, что продать можно, а не что продать хочется, а именно не только активы, связанные с низкокачественными ипотечными кредитами. Пошли публикации о падениях рейтинга, маржин-коллах и распродажах, которые обычно предшествуют краху на рынке капитала.

В последние несколько недель мы видим рост бережливости инвесторов, которые переоценивают, откладывают или отталкивают новые низкокачественные долговые обязательства, оставляя переходные займы без рефинансирования. Это не значит, однако, что все так и останется. Последнее слово я, как обычно, представлю Уоррену Баффету: «Только когда наступит отлив, можно понять, кто купается голым». Любители розовых очков, помните: прилив не длится бесконечно.

ЗАМЕТКА «ВСЕ ХОРОШО», 16 июля 2007 года

Я хочу обратить ваше внимание на то, что ни комментарии, сделанные в июне 2007 года, ни другие мои предостережения не имеют никакого отношения к попыткам предсказать будущее. Все, что вам требовалось знать в годы, предшествовавшие кризису, можно было выяснить, просто наблюдая за происходящим.

* До 2008 года — один из крупнейших инвестиционных банков и игроков на финансовых рынках мира. *Прим. ред.*



Сущность риска значительно менее проста и понятна, чем ее воспринимают. Люди существенно переоценивают свои возможности обнаружить риск и недооценивают усилия, которые требуются, чтобы его избежать; таким образом, они невольно принимают его и тем самым способствуют его реализации. Вот почему так важно выходить на новый, недоступный большинству уровень мышления.

Риск появляется, когда инвестиционное поведение меняет рынок. Инвесторы готовы больше платить за активы, что ускоряет ценовой рост и тем самым снижает будущую доходность. А потом люди становятся смелее, меньше беспокоятся и перестают требовать адекватную премию за риск. Особая ирония заключается в том, что премия за дополнительный риск снижается, когда все больше людей готовы на этот риск пойти.

Таким образом, рынок — это не статичная арена, на которой работают инвесторы. Он отзывчив и меняется в зависимости от поведения самих инвесторов. Их растущая уверенность в своих силах создает много поводов для беспокойства, точно так же как страх и неприятие риска повышают премию за риск, тем самым снижая его. Я называю это «искажением риска».



ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Эту фразу стоит держать в уме, набираясь смелости делать покупки после серьезных обвалов рынка.*

ГОВАРД МАРКС: *Мне очень нравится выражение «искажение риска». Когда инвесторы считают, что риск велик, их действия снижают его. Но, когда инвесторы полагают, что риск мал, это создает опасную среду. Рынок динамичен, и его реакция часто противоречит интуиции.*



«Я не возьму это ни по какой цене: все знают, что это слишком рискованный актив». Эту фразу я слышал много раз в своей жизни, и она создавала прекрасные инвестиционные возможности, которыми мне удавалось воспользоваться...

Истина состоит в том, что толпа заблуждается насчет риска так же часто, как и насчет доходности. Общепринятое мнение о том, что какой-то актив слишком рискован, почти всегда ошибочно. Обычно верно обратное.

Я твердо уверен в том, что инвестиционный риск таится там, где его меньше всего ждешь, и наоборот.

- Когда все считают актив рискованным, нежелание его покупать обычно снижает цену до уровня, на котором риска нет вовсе. Общее отрицательное мнение превращает актив в наименее рискованный, поскольку из его цены исключен весь оптимизм.
- И, разумеется, как показывает опыт инвесторов в Nifty Fifty, когда все считают, что активы являются безрисковыми, риск огромен. Никто ничего не боится, так что «премию за риск» не требуют и не платят. Это превращает самый ценный актив в самый рискованный.

Этот парадокс существует, потому что большинство инвесторов считают, что качество, а не цена определяет рискованность актива.

////////////////////////////////////
ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Это особенно характерно для индивидуальных инвесторов. Для многих эта ошибка является существенной.
 //////////////////////////////////

Однако высококачественные активы могут быть рискованными, а низкокачественные — безопасными.

////////////////////////////////////
КРИСТОФЕР ДЭВИС: Я согласен, что многие опасности связаны с использованием термина «качество». Во-первых, инвесторы часто приравнивают «высококачественный актив» к «высококачественной инвестиции». В результате появляется неверное предположение

о том, что «качественные» активы менее рискованны. Маркс верно указывает, что очень часто бумаги «высококачественных» компаний продаются по высоким ценам, что делает их плохим объектом для инвестиций. Во-вторых, «высокое качество» — это скорее выражение ретроспективной оценки, своего рода «гало-эффект». Обычно, говоря о «высококачественной компании», имеют в виду компанию, которая демонстрировала отличные результаты в прошлом. Будущее же может быть совсем другим. Множество компаний, которые считались «высококачественными», «построенными навечно», прекратили свое существование! Поэтому инвесторам стоит вообще избегать понятия «качество».



Вопрос только в цене... Таким образом, завышенное общественное мнение — это источник не только низких потенциальных доходностей, но и высокого риска.

ЗАМЕТКА «ВСЕМ ИЗВЕСТНО»,

26 апреля 2007 года

7

Самое важное — это... контролировать риски

Все сводится к тому, что задача инвестора — пойти на разумный риск ради получения прибыли. Именно это умение позволяет определить лучших инвесторов.

На мой взгляд, выдающихся инвесторов отличает не только умение генерировать доходы, но и способность контролировать риск. Получение высоких абсолютных доходов более заметно и приятно щекочет нервы в отличие от превосходной доходности, скорректированной на риск. Вот почему в журналах пишут в основном об управляющих, показывающих высокие доходы.

////////////////////////////////////

КРИСТОФЕР ДЭВИС: *К примеру, победителей лотерей — хотя никто не считает их гениями инвестиций.*

////////////////////////////////////

Поскольку оценить сам риск и измерить финансовые результаты с поправкой на риск очень сложно (даже постфактум), а важность этого аспекта сильно занижена, инвесторы редко могут снискать славу благодаря мастерству управления рисками. Особенно это верно для благоприятных периодов. На мой взгляд, однако, великие инвесторы — это люди, которые принимают риск меньший, чем их потенциальный доход. Они получают умеренную доходность при низком уровне риска или высокую доходность при умеренном уровне риска. А вот получение высоких доходов при высоком уровне риска еще ничего не значит, если только вы не демонстрируете такие результаты в течение многих лет. Но в этом случае нужно либо признать, что риски были

не такими уж высокими, либо констатировать, что вы управляете ими исключительно хорошо.

Возьмем, к примеру, инвесторов, которые считаются мастерами своего дела: Уоррена Баффета, Питера Линча, Билла Миллера и Джулиана Робертсона. Их достижения можно считать выдающимися не только по причине высокой доходности, но и благодаря их устойчивости, проверенной десятилетиями, и отсутствию провалов. Конечно, плохой год или два бывали у каждого, но в целом они отлично справлялись и с управлением рисками, и с обеспечением доходности инвестиций.



Немногие получают признание за умение контролировать риски, а в благоприятные периоды этого и вовсе никто не замечает. Дело в том, что риск скрыт, незаметен. Риск, то есть вероятность убытков, нельзя наблюдать непосредственно. Убытки всегда на виду, но они обычно случаются, только если риск совпал с негативными событиями.

Это очень важный момент, так что я хотел бы привести несколько аналогий, чтобы точнее выразить свою мысль. Микробы — источник заболевания, но сами микробы не являются заболеванием. Можно сказать, что болезнь — это то, что случается, если микробы побеждают. Из-за конструктивных недостатков дома в Калифорнии могут разрушиться во время землетрясения. Есть такие недостатки у дома или нет, становится ясно только во время стихийного бедствия.

Точно так же убытки — это результат сочетания риска и неблагоприятного стечения обстоятельств. Риск создает опасность убытков, если что-то пойдет не так. Пока всё хорошо, риск не материализуется. Риск приводит к убыткам, только если в окружающей среде происходят неблагоприятные события.

Когда окружающая среда кажется благоприятной, нужно помнить, что это лишь один из возможных вариантов развития событий этого дня (или года). (Это идея альтернативной истории Нассима Талеба, которая подробнее излагается в главе 16.) То, что обстоятельства складываются удачно, не значит, что они не могут сложиться иначе. Таким образом, благоприятная окружающая среда не означает, что контролировать риски не надо, даже если дальнейшие события покажут, что в конкретном случае необходимости в этом не было.

Здесь важно понять, что риск мог присутствовать в ситуации, даже если это не привело ни к каким убыткам. Таким образом, отсутствие потерь не всегда свидетельствует о том, что портфель был сформирован качественно. Поэтому в благоприятные времена контроль риска может производиться, но он не подвергается проверке и потому незаметен. Вот почему за него и не вознаграждают. Только опытный и проницательный аналитик может, посмотрев в благоприятное время на инвестиционный портфель, понять, какой уровень риска заложен в этот портфель.

Чтобы портфель смог продержаться в тяжелые времена, необходимо контролировать риски. Однако, если инвестиционный портфель успешно работает в благоприятной обстановке, нельзя сказать, присутствовал ли контроль рисков (которые не реализовались), или же его не было вовсе. Итак, контроль рисков в благоприятные времена почти не заметен, но все равно необходим, поскольку благоприятные времена могут внезапно закончиться.



Как определить, хорошо ли сделана работа?

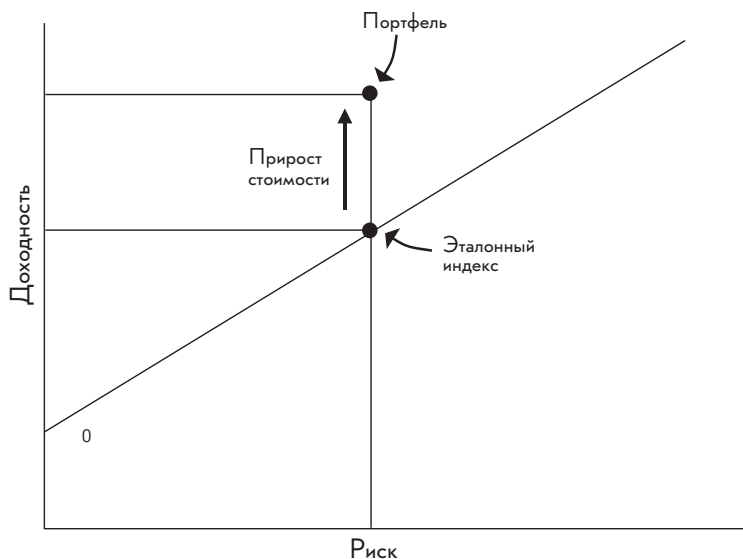


Рис. 7.1

Большинство инвесторов полагают, что преимущество неэффективных рынков состоит в том, что управляющий может пойти на такой же риск, что и остальные, но получить гораздо более высокую доходность. Эта идея отражена на рис. 7.1, который изображает коэффициент альфа управляющего — то есть доходность, полученную благодаря собственным умениям.

Да, этот управляющий проделал хорошую работу, но я считаю, что это только половина дела, причем для меня — неинтересная половина. Неэффективный рынок позволяет умелому инвестору достичь доходности на уровне бенчмарка при гораздо меньшем риске, и это, на мой взгляд, будет отличным достижением (рис. 7.2).

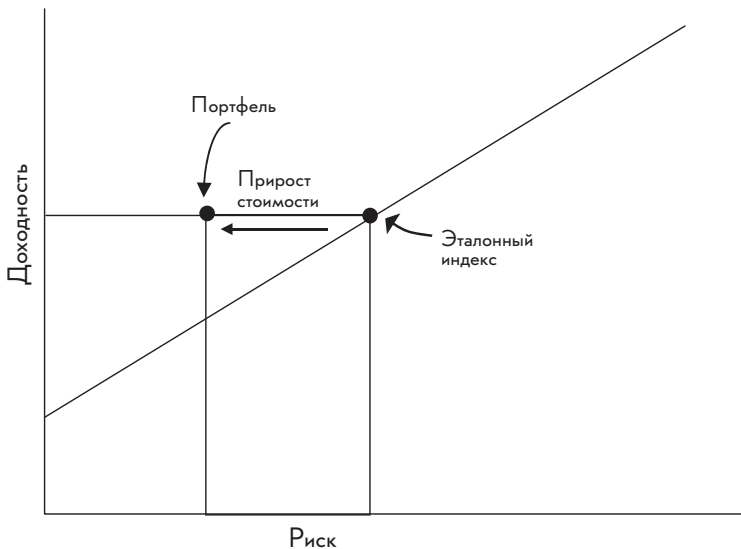


Рис. 7.2

Здесь прирост стоимости портфеля управляющего может быть достигнут не за счет увеличения доходности при заданном уровне риска, а за счет снижения риска при заданном уровне доходности. И это не просто хороший, это отличный результат.

Отчасти все это вопрос толкования и зависит от интерпретации графиков. Но, учитывая мою точку зрения, что снижение фундаментальных рисков может стать основой для невероятно

успешных инвестиций, эта концепция должна получить больше внимания, чем она получает сейчас.

Как лучше всего воспользоваться растущими рынками и вместе с тем достигать отличных результатов на рынках падающих? Нужно добиваться доходности выше рыночной при риске ниже рыночного, хотя это и не легко.

«ДОХОДНОСТЬ, АБСОЛЮТНАЯ ДОХОДНОСТЬ И РИСК», 13 июня 2006 года

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Поиск такого таланта скорее предполагает оценку действий управляющего, а не анализ доходности по отношению к бенчмарку.

////////////////////////////////////

Возвращаемся к микробам, которые не вызвали болезнь, — или к несчастлившимся землетрясениям.

Хороший строитель избегает конструктивных ошибок, а у плохого строителя они случаются постоянно. Если землетрясений не происходит, разница между двумя специалистами незаметна.

Точно так же выдающимся инвестором следует считать не того, кто отчитывается о высоких доходах, а того, кто получает такую же доходность, как остальные (или даже чуть ниже), но гораздо меньше рискует. Конечно, если рынки стабильны или растут, нам сложно судить о том, на какой уровень риска был рассчитан инвестиционный портфель. Именно об этом сказал Уоррен Баффет: пока не кончится прилив, нельзя понять, кто из пловцов одет, а кто нет.

Добиться такого же результата, как и агрессивные инвесторы, но при меньшем уровне риска, — выдающееся достижение. Но в большинстве случаев это достижение скрытое, малозаметное, оценить которое могут лишь искушенные аналитики.

Обычно хорошие времена длятся дольше плохих, а ценность контроля над риском становится очевидной только в трудные годы, когда с его помощью сокращают убытки. Поэтому стоимость контроля над риском — в форме упущенной выгоды — может показаться избыточной. В благоприятные для рынка годы инвесторы, контролирующие риск, должны утешаться осознанием того, что это действительно полезно, хотя польза не так очевидна.

Такие инвесторы подобны благоразумным домовладельцам, которые платят за страховку и чувствуют облегчение от того, что их дом защищен... даже если никакого пожара не случилось.

Контроль портфельных рисков — очень важная задача, которая стоит того, чтобы ее решать. Однако плоды она приносит только в форме убытков, которых удалось избежать. В спокойные времена руководствоваться этим соображением бывает довольно трудно.

////////////////////////////////////
ПОЛ ДЖОНСОН: *Это основной парадокс управления рисками.*
////////////////////////////////////



Неосознанное принятие риска — это серьезная ошибка, но именно так постоянно поступают те, кто покупает наиболее популярные активы по максимальным ценам, с которыми якобы «ничего не может случиться». С другой стороны, осознанное принятие понятного риска в ожидании доходов лежит в основе наиболее разумных и доходных инвестиций, даже если (а возможно, и благодаря этому) большинство инвесторов отказывается от них как от опасных спекуляций.

Все сводится к тому, что задача инвестора — пойти на разумный риск ради получения прибыли. Именно это умение позволяет определить лучших инвесторов. Что значит идти на разумный риск ради доходов? Возьмем для примера страхование жизни. Почему страховые компании — едва ли не самый консервативный сектор бизнеса в США — продолжают страховать жизнь людей, хотя, конечно же, знают, что *все они умрут*?

- Это риск, о котором они знают. Они понимают, что все мы умрем. Потому этот факт учтен в их расчетах.
- Это риск, который они могут проанализировать. Вот почему у них в штате есть врачи, которые оценивают здоровье потенциальных клиентов.

- Это риск, который они могут диверсифицировать. Разделив держателей полисов по возрасту, полу, роду занятий и месту жительства, они видят, какие клиенты не склонны становиться жертвами несчастных случаев и широко распространенных заболеваний.
- И это риск, за который, как им известно, они получают прибыль. Они устанавливают премии таким образом, чтобы получить доход даже в случае смерти держателя полиса — для этого у них есть специальные актуарные таблицы. А если страховой рынок неэффективен — например, если компания продает страховку человеку, который, вероятно, умрет в возрасте восьмидесяти лет, на условиях, предполагающих скорее смерть в возрасте семидесяти лет, — они будут хорошо защищены от риска. И если все пойдет так, как ожидается, страховые компании могут получить исключительно высокую доходность.

В Oaktree мы делаем то же самое как с высокодоходными облигациями, так и по другим направлениям деятельности. Мы стремимся понимать риски; это необходимо, учитывая, что многие из наших активов можно назвать «рискованными». Мы принимаем на работу высококласных профессионалов по инвестиционному анализу и оценке рисков. Мы диверсифицируем свои портфели в соответствии с таким анализом. И мы инвестируем только в том случае, если уверены, что возможная прибыль компенсирует принимаемые риски.

Вот уже много лет я повторяю, что рискованные активы могут быть хорошими инвестициями, если они достаточно дешевы. Главное — понимать, действительно ли это так. Необходимо осознано принимать риск в ожидании доходов, о способности делать правильный выбор лучше всего свидетельствуют неоднократные многолетние успехи.

ЗАМЕТКА «РИСК», 19 января 2006 года



Хотя контроль рисков необходим, *принятие* рисков само по себе нельзя считать ни мудрым, ни неразумным решением. Это неизбежная часть

большинства инвестиционных стратегий и инвестиционных ниш. Можно принимать риски на высоком или низком уровнях, в подходящее или неподходящее время. Если у вас достаточно навыков, чтобы перейти в более агрессивные ниши, сохраняя контроль над риском, то так и следует поступить. Но потенциальных ловушек много, и их стоит избегать.

Те, кто умеет тщательно контролировать риск, понимают, что они не знают будущего. Они осознают, что в будущем возможны негативные исходы, но неизвестно, насколько плохими они могут быть и какова их вероятность. Поэтому основная опасность связана с неумением оценить, насколько все плохо, и с ошибочными решениями, основанными на этой оценке.

Экстремальная волатильность и убытки случаются не так часто. В спокойные времена быстро начинает казаться, что так будет всегда, а разговоры о риске кажутся слишком консервативными. Поэтому возникает соблазн смягчить правила и увеличить кредитное плечо. И часто это происходит как раз перед тем, как риск заявит о себе. Нассим Талеб в «Одураченных случайностью» писал: «Реальность намного хуже „русской рулетки“. Во-первых, она посылает убийственную пулю гораздо реже, как если бы у револьвера были сотни или даже тысячи гнезд вместо шести. После нескольких десятков попыток забываешь о существовании пули, чувство ложной безопасности парализует страх... Во-вторых, в отличие от хорошо определенной и точной игры вроде „русской рулетки“, где риск понятен каждому, кто умеет умножать и делить на шесть, барабан реальности увидеть невозможно... Поэтому люди могут невольно играть в „русскую рулетку“, но называть это другими именами, тем самым занижая риск».

В 2004–2007 годах финансовые институты играли в очень опасную игру, считая, что риска почти нет, а вероятность убытков и волатильности крайне мала. Совершенно иной была бы картина, если бы они сказали себе: «Это потенциально рискованное дело. Раз цены на дома так повысились, а ипотечные займы выдаются так легко, цены на недвижимость могут начать быстро падать. Поэтому все наши расчеты, основанные на предыдущих

показателях, стоит как минимум разделить на два». Сказать, что следовало сделать более консервативные предположения, легко. Но насколько консервативные?

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: *Это ключевой вопрос, когда дело касается оценки рисков.*

////////////////////////////////////

Нельзя управлять бизнесом, постоянно ожидая худшего. Вы просто ничего и сделать-то не сможете. Да и вообще «ожидать худшего» — это неправильный термин, если только речь не идет о потере вообще всех активов. Сейчас мы знаем, что специалистам по количественному анализу не следовало сообщать о своих предположениях о невозможности падения цен на недвижимость в национальном масштабе. Но допустим, что вы все же предугадали такую ситуацию. К какому проценту падения нужно готовиться? Два процента? Десять? Пятьдесят?

Заголовки за 2008 год пестрят названиями компаний, понесших огромные убытки и даже разорившихся, так как они покупали активы, используя кредитное плечо... Инвесторы использовали маржинальные займы, которые были бы приемлемым решением в условиях умеренной волатильности, но столкнулись с величайшей волатильностью в истории. Легко сказать, что они допустили ошибку. Но можно ли было ожидать, что они окажутся готовы к уникальному событию? Если бы каждый портфель был способен справиться с обвалом цен в масштабе 2008 года, то, наверное, кредитное плечо не применялось бы никогда. Насколько такая реакция разумна? (Возможно, никто бы просто не инвестировал в этот класс активов даже без всякого плеча.)

Во всех аспектах нашей жизни мы принимаем решения исходя из предположений о том, что может произойти. Эти предположения, в свою очередь, мы строим на основании того, что обычно происходило в прошлом. Мы предполагаем, что результаты будут преимущественно близки к норме (А), хотя

понимаем, что они могут оказаться лучше (В) или хуже нее (С). Но мы часто забываем, что в некоторых случаях результат будет выходить за пределы обычного диапазона значений (D). Как показали недавние события, мы редко принимаем в расчет варианты, которые реализуются раз в сто лет... или никогда раньше не случались (Е) (рис. 7.3).

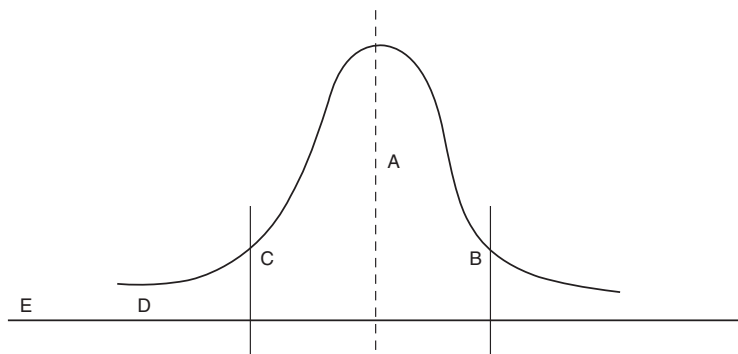


Рис. 7.3

Даже если мы понимаем, что необычные, маловероятные события все же могут произойти, нам приходится действовать, и для этого мы сознательно принимаем на себя риск, если он хорошо окупается. И в какой-то момент появляется «черный лебедь». Но, если бы мы говорили, что не можем сделать то-то и то-то, поскольку результат будет хуже, чем когда-либо в истории, мы бы вообще никогда не сдвинулись с места. Так что в большинстве случаев подготовиться к действительно худшему варианту просто нельзя. Достаточно быть готовым к событиям, которые происходят раз в поколение. Но поколение — сравнительно короткий промежуток времени, так что иногда этот подход не будет работать. Что делать в таком случае? В прошлом я пытался определить, сколько усилий человек должен приложить для подготовки к маловероятной катастрофе. События 2007–2008 годов, помимо всего прочего, доказывают, что простого и однозначного ответа на этот вопрос не существует.

ЗАМЕТКА «ВОЛАТИЛЬНОСТЬ + ЛЕВЕРИДЖ = ДИНАМИТ»,

17 декабря 2008 года

В свете превратностей, о которых говорилось в этой главе, я хотел бы разделить понятия «контроль риска» и «отказ от риска». Контроль риска — это лучший способ избежать убытков. Отказ же от риска, скорее всего, приведет и к отказу от доходов. Некоторые считают, что Oaktree избегает рисков. Когда я слышу это, я возражаю. Разумеется, Oaktree не избегает рисков. Мы приветствуем риск — в подходящее время, в правильных обстоятельствах и по адекватной цене.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: *Это очень четкое разграничение. Контроль риска — это не то же самое, что отказ от него, и «адекватная цена» — самая важная часть его определения.*

////////////////////////////////////

Мы легко могли бы полностью избежать риска, как, кстати, и вы. Но при этом мы наверняка бы и не получили доходность выше безрискового уровня. Уилл Роджерс однажды сказал: «Иногда нужно рискнуть, чтобы достичь цели». Все мы пришли в этот бизнес не за гарантированными 4% доходности. Поэтому, хотя первый принцип инвестиционной философии Oaktree подчеркивает «важность контроля риска», это не означает полного отказа от него. Речь о том, чтобы принимать риск, только если он хорошо окупается, — особенно если остальные идти на такой риск отказываются. Именно в таких обстоятельствах мы можем принести дополнительную выгоду своим клиентам. При таком подходе очевидно, что в нашей работе риск играет очень важную роль. Эта заметка появилась после того, как я прочитал статью Рика Фанстона из Deloitte & Touche* («Когда корпоративный риск становится личным», Corporate Board Member, 2005, специальное приложение). Он писал: «Нужно добиться того, чтобы... риски и слабые места были осознаны, понятны и контролировались надлежащим образом... Это не отказ от риска — это разумное управление им». К этому Oaktree и стремится.

ЗАМЕТКА «РИСК», 19 января 2006 года

* Международная сеть компаний, оказывающих услуги в области консалтинга и аудита. *Прим. ред.*

Дорога к долгосрочному инвестиционному успеху лежит скорее через контроль рисков, чем через агрессивность. Результаты карьеры инвесторов в большинстве случаев будут определяться скорее не размером доходов, а количеством неудач, а также их масштабом. Умение контролировать риски — черта выдающегося инвестора.

////////////////////////////////////
ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Математическая формула сложного процента, примененная к оценке убытков, помогает обосновать это положение (например, чтобы оправиться от 40%-ных убытков за один год, потребуется в следующем году получить 67%-ную доходность).
////////////////////////////////////

8

Самое важное — это... помнить об экономических циклах

Думаю, необходимо помнить о том, что почти все развивается циклично. Одна из немногих вещей, в которых я полностью уверен: цикличность присуща всему. Ничто не движется в одном направлении постоянно. Деревья не вырастают до небес, и ничто не исчезает бесследно. И нет ничего опаснее для инвестора, чем постоянно проецировать сегодняшние события на будущее.

Чем больше моя жизнь связана с миром инвестиций, тем больше внимания я уделяю циклам, лежащим в его основе. В ноябре 2001 года я посвятил этой теме целую заметку под названием «Вы не можете предсказать. Вы можете подготовиться», позаимствовав рекламный слоган страховой компании MassMutual Life Insurance Company, поскольку я полностью согласен с их позицией: мы никогда не знаем, что нас ожидает, но можем подготовиться ко всем возможным вариантам и тем самым уменьшить негативное влияние.

В инвестициях, как и в жизни, мало в чем можно быть уверенным полностью. Ценность активов снижается, прогнозы не сбываются, обстоятельства на рынках меняются, а события, в которых участники рынков были полностью уверены, вообще не наступают. Однако есть два правила, которыми точно можно руководствоваться.

- Большинство явлений циклично.
- Появляется огромное количество возможностей для получения прибыли и убытков, другие забывают правило номер один.

Процесс развития редко бывает линейным. Есть прогресс, и есть регресс. Сначала все складывается хорошо, а затем наоборот. Развитие может быть

быстрым, а может замедляться. Тогда как деструктивные процессы могут постепенно нарастать, а затем стремительно достигать пиковых значений. Все эти вещи применимы для экономики, рынков и компаний: они растут и обесцениваются.

Основная причина цикличности в нашем мире — это человеческий фактор. Все, что связано с механикой, может двигаться линейно. Время постоянно идет вперед, так же и машина продолжает движение при наличии качественного источника энергии. Но в процессах, связанных с историей и экономикой, принимают участие люди, а в этом случае события обычно цикличны и нестабильны. На мой взгляд, основная причина этого в том, что люди, как правило, эмоциональны и непоследовательны, в отличие от беспристрастных и логичных машин.

Объективные факторы, безусловно, играют большую роль в циклах. К ним относятся и количественные взаимосвязи, и события в мире, и климатические изменения, и технологическое развитие, и политика корпораций. Но только психологические причины заставляют инвесторов реагировать на внешние события остро или равнодушно, тем самым определяя амплитуду циклических колебаний.

Когда людям нравится, как идут их дела, и они чувствуют оптимизм относительно будущего, это оказывает серьезное влияние на их поведение. Они больше тратят и меньше экономят. Они начинают занимать средства, чтобы получить полное удовлетворение от потенциальных доходов, даже если это ставит под удар их финансовое положение (в хорошие времена никто не думает о рисках). И они готовы переплачивать за активы сейчас или в будущем.

Все может перемениться за одну секунду; в одном из моих любимых мультфильмов телекомментатор заявляет: «Все, что было хорошо для рынка вчера, сегодня таковым не является». Пики циклов во многом представляют собой следствие человеческих эмоций, страхов, субъективности и непоследовательности.

Циклы саморегулируются, и изменение фазы цикла не всегда зависит от внешних факторов. Одна фаза сменяет другую, потому что создаются необходимые условия. Поэтому я часто говорю, что успех несет в себе зерно неудачи, а неудача — зерно успеха.

ЗАМЕТКА «ВЫ НЕ МОЖЕТЕ ПРЕДСКАЗАТЬ. ВЫ МОЖЕТЕ ПОДГОТОВИТЬСЯ»,

20 ноября 2001 года



Особого внимания заслуживает кредитный цикл, характерный своей неизбежностью, крайней волатильностью и способностью создавать возможности для подготовленных к нему инвесторов. Это мой любимый цикл.

Чем больше я занимаюсь инвестированием, тем больше меня впечатляет сила кредитного цикла. Даже незначительных колебаний в экономике достаточно, чтобы серьезно повлиять на возможность получения кредита, что, в свою очередь, оказывает огромное влияние на цену активов и на саму экономику. Процесс довольно прост.

- Экономика вступает в благоприятный период.
- Поставщики капитала процветают и наращивают капитальные мощности.
- Поскольку плохие новости появляются редко, кажется, что риски, связанные с получением займов и инвестированием, уменьшаются.
- Исчезает стремление избегать рисков.
- Финансовые институты начинают расширять свой бизнес, чтобы предоставлять заемщикам капитал в больших объемах. Они конкурируют за долю рынка, снижая требуемую доходность (то есть уменьшая процентные ставки) и стандарты кредитования, предлагая большие объемы капитала и более мягкие условия договора.

В результате поставщики капитала начинают финансировать заемщиков и проекты низкого финансового качества и потенциала. Как писал в этом году *The Economist*, «худшие займы выдаются в лучшие времена».



ПОЛ ДЖОНСОН: *Эту мысль трудно полностью осознать, пока не пострадаешь из-за того, что не следовал мудрому совету! Студенты при обсуждении этой темы в аудитории всегда согласно кивают,*

но потом из них вырастают инвесторы и банкиры, которые наверняка совершат в будущем все ту же ошибку.

Такие действия приводят к потере капитала — то есть к инвестициям в проекты, стоимость капитала которых превышает рентабельность, а иногда и вовсе не удастся вернуть сам капитал. Когда это происходит, описанная выше циклическая кривая перестает возрастать и начинает убывать.

- Убытки побуждают кредиторов существенно снижать количество выдаваемых кредитов.
- Появляется стремление избегать рисков, а вместе с ним растут процентные ставки, ограничения в выдаче кредитов, условия договоров становятся строже.
- На рынке не хватает капитала — на дне рыночного цикла капитал могут получить лишь самые качественные заемщики, и то не всегда.
- Компаниям начинает не хватать капитала. Заемщики не могут отдать долги, что приводит к дефолтам и банкротствам.
- Этот процесс ведет к спаду экономики.

Конечно, в какой-то момент фаза цикла опять меняется. Поскольку конкуренция за ссуды или вложения падает, можно вновь стремиться к высоким доходам и финансовой устойчивости.

КРИСТОФЕР ДЭВИС: *Вы снова получаете больше доходов при меньших рисках.*

Инвесторы, играющие в это время против рынка, нацелены на большую доходность, а те, кто могут пообещать такую доходность, начинают привлекать капитал. Так начинается восстановление экономики.

Я уже говорил о том, что циклы саморегулируются. Кредитный цикл сам корректирует себя благодаря описанным выше процессам. Это один из факторов, вызывающий колебания экономики. Процветание вызывает перекредитованность экономики, что приводит и к необдуманной выдаче денег и, как следствие, к высоким убыткам, из-за чего прекращается выдача кредитов и процветанию приходит конец — и так далее.

Осмотрите во время следующего кризиса; вы, вероятно, найдете кредитора. Слишком снисходительные поставщики капитала часто провоцируют и способствуют развитию финансовых «пузырей». В последнее время мы видели множество примеров, когда слишком мягкие условия кредитования привели к росту экономической активности, которые закончились коллапсом: «пузырь» рынка недвижимости в 1989–1992 годах; кризис развивающихся рынков в 1994–1998 годах; крах Long-Term Capital Management в 1998 году; кризис кинопроката в 1999–2000 годах; крах венчурных фондов и телекоммуникационных компаний в 2000–2001 годах. Во всех случаях кредиторы и инвесторы предлагали слишком много дешевых денег, что приводило к перенасыщению и огромным убыткам. В фильме «Поле его мечты» герою Кевина Костнера голос говорит: «Сооруди его [бейсбольное поле], и они [игроки] придут!» Выражение стало крылатым, подразумевая, что если что-то сделать, построить или предложить, то это породит спрос. В финансовом мире, если вы предлагаете дешевые деньги, их будут занимать, на них будут покупать и строить, но последствия могут быть очень неприятными.

ЗАМЕТКА «ВЫ НЕ МОЖЕТЕ ПРЕДСКАЗАТЬ. ВЫ МОЖЕТЕ ПОДГОТОВИТЬСЯ»,

20 ноября 2001 года

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: *На протяжении всей этой книги я поражаюсь тому, что заметки десятилетней давности очень актуальны и по сей день. Эта заметка — отличный пример. Используя свои старые заметки, Маркс особенно наглядно показывает, что история повторяется — или что, по крайней мере, человек склонен повторять историю.*

////////////////////////////////////

Обратите внимание, что эта заметка, написанная почти десять лет назад, прекрасно описывает процессы, которые легли в основу финансового кризиса 2007–2008 годов. Я написал ее не потому, что обладаю пророческим даром, а лишь потому, что знаком с бесконечными циклами, управляющими ходом истории.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Понимание того, что циклы саморегулируются, — это один из способов сохранять оптимизм и продолжать поиск выгодных предложений после крупных обвалов рынка.

////////////////////////////////////



Цикличность экономики постоянна. Если бы абсолютно эффективные рынки существовали, а люди принимали бы решения взвешенно и безэмоционально, тогда, возможно, циклы (или хотя бы их пики) перестали бы существовать. Но так не бывает.

Экономика переживает подъемы и спады, когда люди тратят больше или меньше, эмоционально реагируя на экономические факторы или внешние события — геополитические или естественные. Во время подъема компании начинают рисовать себе будущее в радужных красках и приобретают избыточные мощности и материально-производственные запасы, которые впоследствии, когда состояние экономики ухудшится, станут обременительными. Поставщики капитала в благоприятных экономических условиях легко выдают займы, но, когда ситуация ухудшается, они затягивают пояса.

////////////////////////////////////

СЕТ КЛАРМАН: Собственно, в этом и состоит основное преимущество капитализма. Переизбыток товара ведет к падению цены и снижению доходов. Поставщики этого товара перестают расширяться и по возможности сокращают расходы. Рыночная экономика способна реагировать, в отличие от плановой, что ведет к более эффективному использованию общественных ресурсов.

////////////////////////////////////

Инвесторы склонны переоценивать компании, когда их дела идут хорошо, и недооценивать их в трудные времена.

Тем не менее примерно каждые десять лет находятся люди, которые считают, что цикличность исчезла. Они либо начинают думать, что благоприятные времена будут длиться вечно, либо бьют тревогу из-за того, что негативные тенденции не удается остановить. В этом случае начинаются разговоры о благоприятных и неблагоприятных циклах — самовоспроизводящихся явлениях, в которых развитие всегда будет идти в одном направлении.

Вот пример: 15 ноября 1996 года газета The Wall Street Journal сообщила о набирающем популярность общественном мнении: «В залах заседаний и гостиных, в правительственных кабинетах и на бирже — везде складывается новое общественное мнение: большой злой бизнес-цикл наконец-то удалось обуздать». Кто-нибудь помнит, какой была экономическая среда в течение нескольких следующих лет? Как тогда объяснить кризис развивающихся рынков 1998 года, рецессию 2002 года и финансовый кризис в 2008 году — крупнейшую после Второй мировой войны депрессию?

Уверенность в том, что цикличность исчезла, служит примером использования опасного тезиса «теперь другие времена». Эта фраза должна вселять ужас в любого, кто понимает прошлое и знает, что оно повторяется. Хотя иногда эти три слова намекают на хорошую возможность получить прибыль. Поэтому очень важно заметить подобную ошибку.

Одна из моих любимых книг — небольшой томик под названием Oh Yeah? («Да ну?»), изданный в 1932 году сборник изречений бизнесменов и политических лидеров, сказанных до Великой депрессии. Даже тогда столпы экономического сообщества предсказывали экономику без циклов.

- Нашему нынешнему процветанию ничто не помешает (Майрон Форбс, президент Pierce Arrow Motor Car Co., 1 января 1928 года).
- Я вынужден не согласиться с утверждениями о том, что... процветание этой страны в будущем должно замедлиться и прекратиться (Эдвард Симмонс, президент Нью-Йоркской фондовой биржи, 12 января 1928 года).
- Мы только в самом начале периода, который войдет в историю как золотой век (Ирвинг Буш, президент Bush Terminal Co., 15 ноября 1928 года).
- Ключевой бизнес нашей страны... построен на солидной и надежной базе (президент США Герберт Гувер, 25 октября 1929 года).

Каждый раз, когда благоприятные или неблагоприятные периоды затягиваются и доходят почти до предела, высказываются мнения о том, что настали другие времена. Упоминаются геополитические, институциональные, технологические и поведенческие изменения — все, что сделало «старые правила» слишком старыми. Эти люди принимают инвестиционные решения, экстраполируя последние тренды. А потом оказывается, что старые правила никуда не делись и цикл продолжается. В конце концов, деревья не растут до небес, и ничто не проходит бесследно. Напротив, большинство явлений носит циклический характер.

ЗАМЕТКА «ВЫ НЕ МОЖЕТЕ ПРЕДСКАЗАТЬ. ВЫ МОЖЕТЕ ПОДГОТОВИТЬСЯ»,
20 ноября 2001 года

Можно сделать вывод, что в большинстве случаев будущее вызовет воспоминания о прошлом, с его восходящими и нисходящими циклами. Говорить о том, что дела пойдут на лад, можно, когда рынок переживает депрессию и все распродается по бросовым ценам. А когда рынок достигает рекордных уровней, не стоит рассчитывать на дальнейший рост, которого никогда не случалось прежде. Но люди делают так постоянно — и будут делать в дальнейшем.

ЗАМЕТКА «НА ЭТОТ РАЗ ВСЕ БУДЕТ ПО-ДРУГОМУ?», 25 ноября 1996 года

Игнорирование циклов и экстраполяция последних тенденций — одна из главных опасностей, подстерегающих инвестора. Люди часто ведут себя так, как будто компания, демонстрирующая хорошие результаты, будет хорошо держаться на плаву всегда; как будто сверхуспешные инвестиции всегда останутся таковыми — и наоборот. На деле же, скорее всего, произойдет обратное.

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: Когда дела идут хорошо, экстраполяция грозит серьезным риском. Идет ли речь о прибыли компании, доступности ее капитала, росте цен, рыночной ликвидности — все это неизбежно откатится к средним показателям, вопреки надеждам тех, кто рассчитывает на постоянный рост.

[illegible]

Начинающим инвесторам, впервые столкнувшимся с этим феноменом, простительно думать, что произошло невероятное — цикличность исчезла. Но потом эти инвесторы, набравшись опыта, должны понять, что это невозможно, и обратить это понимание в свою пользу.

В следующий раз, когда к вам обратятся с предложением, основанным на утверждении о конце цикличности, помните, что это заведомо проигрышный вариант.

9

Самое важное — это... ПОМНИТЬ О МАЯТНИКЕ

Когда дела идут хорошо, а цены высоки, инвесторы бросаются покупать, забыв о благоразумии. Затем, когда воцаряется хаос и все стремятся избавиться от активов, все те же инвесторы теряют всякое желание рисковать и начинают продавать по бросовым ценам. И так будет всегда.

Вторая заметка об инвестициях, которую я написал еще в 1991 году, была почти полностью посвящена теме, о которой я размышлял многие годы и которая с течением времени казалась мне все более важной: маятниковым колебаниям поведения и взглядов инвесторов.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: Глава 9, в сущности, является логическим продолжением предыдущих глав, посвященных рискам, и содержит новые идеи, касающиеся анализа текущего уровня риска на рынке.

////////////////////////////////////

Колебания настроений на рынках ценных бумаг напоминают движение маятника. Хотя точка равновесия лучше всего описывает положение маятника «в среднем», на самом деле маятник находится в этой точке очень недолго. Он почти постоянно движется по направлению к одной из верхних точек. Достигнув же границы, он неизбежно рано или поздно качнется назад, к средней точке. Более того, само движение к границе и дает энергию для движения назад.

Инвестиционные рынки совершают маятниковые колебания:

- между эйфорией и депрессией;
- между радостью от положительных явлений и разочарованием от отрицательных;
- между недооцененностью и переоцененностью.

Эти колебания — одна из самых типичных особенностей мира инвестиций, и, судя по всему, психология инвестора гораздо чаще находится в верхних точках, чем в «золотой середине».

ЗАМЕТКА «ПОКАЗАТЕЛИ ПЕРВОГО КВАРТАЛА», 11 апреля 1991 года

Спустя тринадцать лет я вернулся к теме маятника в следующей, более подробной заметке. В ней я писал, что, помимо уже упомянутых элементов, маятник также колеблется от страха к алчности; от тотального пессимизма к оптимизму и вере в то, что никогда не произойдет; от скептицизма к уверенности; от готовности идти на риск к стремлению любым путем избежать его. Последний тип колебаний — отношение к риску — красной нитью проходит через большинство движений рынка.

Стремление избежать риска — это *необходимый* элемент рационального рынка, как я уже говорил, и положение маятника в данном случае особенно важно. Недостаточный или слишком высокий уровень этого стремления — ключевая причина разворота рынка, который заканчивается обвалом и «пузырями». Будет не таким уж сильным упрощением сказать, что отсутствие страха перед риском неизбежно заканчивается схлопыванием «пузыря». При обвалах же, напротив, инвесторы слишком сильно боятся. Чрезмерный страх перед риском не дает им покупать, даже когда за ценами стоит только пессимизм, а цена и стоимость намного ниже своих справедливых значений.

На мой взгляд, цикл колебаний между жадностью и страхом вызван изменением отношения к риску. Если преобладает жадность, то инвесторы комфортно себя чувствуют при высоком уровне риска и охотно берут на себя дополнительный ради получения дохода. Напротив, широкое распространение страха вызывает высокий уровень стремления избежать любого риска.

Исследователи считают отношение инвесторов к риску постоянной величиной, но, безусловно, она сильно колеблется.

Финансовая теория во многом основана на убеждении в том, что инвесторы предпочитают избегать рисков. И, для того чтобы они согласились взять на себя дополнительный риск, их можно только подкупить, пообещав более высокую прибыль взамен.

Однако постоянно получать высокую доходность от рискованных инвестиций невозможно, это оксюморон. Но об этом часто забывают инвесторы, слишком спокойно принимая большой риск, а обещанный доход никак не компенсирует такой уровень опасности.

////////////////////////////////////
ПОЛ ДЖОНСОН: *Маркс непосредственно связывает риск с ценой на бумаги и их стоимостью: в общей финансовой теории этого не делается, но инвесторам чрезвычайно важно понять эту взаимосвязь.*
////////////////////////////////////

Когда большинство инвесторов оказываются излишне терпимы к риску, цены бумаг заключают в себе больше риска, чем доходности. Если же инвесторы слишком активно избегают риска, то в цены может быть заложено больше доходности, чем риска.

ЗАМЕТКА «ЗОЛОТАЯ СЕРЕДИНА», 21 июля 2004 года

Колебания маятника, связанные с отношением к риску, — самые мощные. Недавно я разделил основные риски при инвестировании на два типа: риск понести убытки и риск упустить возможность. На практике можно исключить только один из них, но никак не оба. В идеальном мире инвесторы балансируют между этими двумя опасениями. Но время от времени на границах колебаний маятника одно из них начинает преобладать. Например, так.

- В 2005, 2006 и в начале 2007 года, когда все шло гладко и рынки капитала были широко открыты, мало кто предполагал, что впереди всех ожидают сплошные убытки. Многие считали, что риск побежден, и боялись лишь упустить возможность. Если бы на Уолл-стрит предложили какое-то новое финансовое

чудо, одни инвесторы вложили бы деньги, а другие нет. И если бы чудо воплотилось в реальность, вторые потеряли бы почву под ногами и стали выглядеть недостаточно прогрессивными. Поскольку потеря денег их не очень волновала, они не настаивали на низкой цене покупки, адекватных премиях за риск или защите инвесторов. Одним словом, они вели себя слишком агрессивно.

- После этого, в конце 2007-го и 2008 году, когда кредитный кризис был в самом разгаре, люди стали опасаться полного краха всей мировой финансовой системы. Никого не интересовали упущенные возможности; маятник оказался в точке, где думают только о том, чтобы не потерять деньги. Поэтому инвесторы избегали любых предложений с малейшим намеком на риск, независимо от потенциальных доходов, выбирая безопасные правительственные бумаги с доходностью около нуля. В данном случае инвесторы слишком боялись, слишком активно продавали и придерживались чрезмерно защитной тактики управления портфелями.

//

СЕТ КЛАРМАН: Пол Айзек называл это «бездоходным риском».

ПОЛ ДЖОНСОН: Эти два пункта отлично описывают ошибки, которые инвесторы сделали в годы, предшествовавшие финансовому кризису 2008 года.

//

Таким образом, в последние годы у нас была прекрасная возможность наблюдать колебания маятника... и видеть, как большинство людей упорствуют в своих заблуждениях. Когда дела идут хорошо, а цены высоки, инвесторы бросаются покупать, позабыв о благоразумии. Затем, когда воцаряется полнейший хаос и все стремятся избавиться от активов, все те же инвесторы теряют всякое желание рисковать и начинают продавать по бросовым ценам. И так будет всегда.



В самом начале моей карьеры опытный инвестор рассказал мне о трех стадиях «бычьего рынка». И сейчас я расскажу о них вам.

1. Несколько дальновидных людей полагают, что дела должны улучшиться.
2. Большинство инвесторов понимают, что ситуация действительно меняется к лучшему.
3. Все начинают верить, что теперь дела всегда будут идти хорошо.

Не нужно тратить время и искать более точное описание. Эти строки содержат в себе самое главное, и необходимо всегда помнить о их важности.

У рынка есть собственное мнение, и оно проявляется в изменениях параметров оценки, которые вызваны в основном колебаниями настроения инвесторов (а не искажением фундаментальных показателей). Психологические причины лежат в основе большинства краткосрочных изменений цен на бумаги. Эта психология тоже колеблется, подобно маятнику.

Ценные бумаги дешевле всего, когда все кажется очень мрачным.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: Это краткое замечание продолжает рассуждения Маркса о финансовом кризисе. Оно обобщает основные проблемы успешного инвестирования. Среднестатистическому инвестору трудно инвестировать в новый актив, если финансовая среда кажется неблагоприятной. А ведь именно в эти моменты потенциальная доходность как раз выше всего.

////////////////////////////////////

Депрессивная среда удерживает многих от инвестиций, и только некоторые проницательные и смелые инвесторы оказываются готовы на новые шаги в поисках выгодных сделок. То ли их покупки привлекают внимание, то ли среда оказывается не такой уж депрессивной, но рынок в итоге начинает расти.

Спустя некоторое время рынок выглядит уже не так ужасно. Люди начинают понимать, что ситуация улучшается, так что для того, чтобы покупать, большого ума уже не требуется. Конечно, когда экономика и рынок оправились от удара, новые покупатели платят цену, которая гораздо больше похожа на справедливую цену этих бумаг.

Со временем это поведение становится шаблоном. Обрадовавшись улучшению экономических и корпоративных показателей, люди готовы их экстраполировать. Появляется массовое восхищение доходностью первых инвесторов и зависть к ним: все больше людей хотят к ним присоединиться.

Однако они игнорируют цикличность хода дел и предполагают, что доходы будут постоянными. Вот почему мне так нравится старая поговорка: «Что умный делает в начале, то дурак делает в конце».

Важнее всего отметить, что на последних стадиях больших «бычьих» рынков» люди соглашались на такие цены, которые предполагают, что благоприятные времена будут продолжаться вечно.

ЗАМЕТКА «ВЫ НЕ МОЖЕТЕ ПРЕДСКАЗАТЬ, ВЫ МОЖЕТЕ ПОДГОТОВИТЬСЯ»,
20 ноября 2001 года

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: *Самое опасное начинается в тот момент, когда все инвесторы считают, что дальше ситуация будет только улучшаться. Это бессмысленно, но большинство людей почему-то попадают на эту удочку. Именно так и получаются «пузыри», а в случае противоположной ситуации — обвалы рынка.*

////////////////////////////////////

Через 35 лет после того, как я впервые узнал о стадиях «бычьего» рынка, после того как были выявлены слабые места низкокачественных ипотечных кредитов (а также их держателей) и все стали опасаться глобального кризиса, я предложил концепцию трех стадий «медвежьего» рынка.

1. Несколько дальновидных инвесторов понимают, что, несмотря на доминирующие «бычьи» настроения, дела не всегда будут идти хорошо.
2. Большинство инвесторов понимают, что дела действительно ухудшаются.
3. Все убеждены, что дальше все будет только хуже.

Сейчас мы определенно находимся на второй стадии. Постоянно поступают плохие новости, сообщается о списании безнадежных кредитов. Все больше людей замечают опасности, присущие инновациям, маргинальной торговле, деривативам, бухгалтерскому учету активов по рыночной цене, а также риску контрагента.

И чем дальше, тем больше кажется, что накопившиеся проблемы невозможно решить.

Мы вот-вот достигнем третьей стадии, и большинство сдастся, отказавшись от поисков решения. Но если финансовый мир не прекратит свое существование, у нас еще будут шансы получить главную инвестиционную возможность в жизни. Крупные спады происходят, когда все забывают, что случаются и приливы. А ради них мы и живем.

ЗАМЕТКА «НАСТУПАЕТ ОТЛИВ»,

18 марта 2008 года

Всего через полгода после написания этих слов началась третья стадия. Считалось, что не за горами полный упадок мировой финансовой системы; собственно, первые шаги к нему были сделаны: банкротство Lehman Brothers, поглощение или спасение путем государственного вмешательства Bear Stearns, Merrill Lynch, AIG, Fannie Mae, Freddie Mac, Wachovia и WaMu. Поскольку это был крупнейший кризис в истории, убеждения, характерные для третьей стадии, были распространены более чем когда-либо. Поэтому для многих классов активов колебания маятника привели к величайшим, на моей памяти, событиям: падению цен в 2008 году, открывшимся инвестиционным возможностям в самой низкой точке и доходам в 2009 году.

Важно помнить: те, кто понимает, что происходит, и догадывается о возможных последствиях, получают большие возможности. На одном краю траектории маятника — худшие времена: чтобы думать о возможном улучшении, нужны не только аналитические способности, объективность, решительность, но и воображение. Те немногие, кто обладает всеми этими качествами, могут получить большие доходы, почти ничем не рискуя. Стоит не забывать и о другом крае, когда все уверены в вечном прогрессе и устанавливают цены исходя из этого, уже подготовлена почва для болезненных убытков.

И все это происходит вечно. Ни одно из таких событий нельзя считать изолированным или случайным. Все это повторяющиеся элементы одного узора, который можно понять, после чего извлечь из этого выгоду.



Колебания инвестиционного маятника по природе своей очень похожи на колебания экономического и рыночного циклов, описанные в главе 8. По некоторым причинам я считаю нужным разграничить их и ввести отдельное описание. Но оба явления имеют очень большое значение, и основные уроки, которые можно из них извлечь, одинаковы. Поскольку после написания первой заметки о маятнике в 1991 году прошло уже почти 20 лет, я решил перефразировать содержащиеся в ней ключевые наблюдения.

- В теории маятник должен находиться в основном в точке равновесия — между такими крайностями, как страх и жадность. Но на самом деле он пребывает там очень недолго.



ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Это значит, что рынки всегда будут создавать возможности — сейчас или чуть позже. Если на рынке мало возможностей, важно сохранять терпение. Со временем они появятся — обычно достаточно подождать год или два.



- Маятник колеблется от одной крайности к другой, в основном из-за психологии инвесторов.
- Маятник не может вечно двигаться к одной границе или постоянно находиться в одном положении (хотя, если он находится в крайней точке, все больше людей начинают считать, что так будет всегда).
- Подобно маятнику, изменение психологии инвесторов в направлении одной верхней точки порождает энергию, которая со временем вызовет обратное движение. Иногда накопленная энергия сама является причиной отскока: движение маятника к своей верхней точке корректируется его весом.

- Движение от верхней точки маятника обычно происходит быстрее (а следовательно, занимает меньше времени), чем заняло движение к самой верхней точке. (Мой партнер Шелдон Стоун любит говорить по этому поводу: «Воздух выходит из шарика гораздо быстрее, чем туда входил».)

Маятниковое поведение типично для большинства рыночных феноменов. Но, как и в случае с циклами, мы никогда не знаем:

- как далеко качнется маятник;
- что может заставить маятник остановиться и качнуться назад;
- когда случится этот разворот;
- насколько далеко он качнется в противоположном направлении.

Чтобы «бычья» фаза рынка... продолжалась, среда должна характеризоваться жадностью, оптимизмом, изобилием, уверенностью, легковерием, дерзостью, готовностью рисковать и агрессивностью. Но эти черты не могут управлять рынком постоянно. Со временем они должны будут смениться страхом, пессимизмом, осмотрительностью, неуверенностью, скепсисом, осторожностью, склонностью избегать риска и скупостью... Обвалы — результат бумов, и я уверен, что правильнее объяснять обвал перегибами, возникшими во время предшествовавшего бума, чем каким-то конкретным событием, которое внесло свои коррективы в ситуацию.

ЗАМЕТКА «И ЧТО ТЕПЕРЬ?», 10 января 2008 года

Мы мало в чем можем быть уверены, как в том, что крайности в поведении рынка рано или поздно изменятся. Те, кто считает, что маятник будет постоянно двигаться в одном направлении — или находиться в одной крайней точке, — со временем понесут огромные убытки. Те же, кто понимает поведение маятника, могут получить крайне внушительную прибыль.

10

Самое важное — это... противостояние эмоциям

Желание большего, страх упустить возможность, привычка сравнивать себя с другими, влияние толпы и мечта найти правильный путь — все эти факторы встречаются повсеместно. Они оказывают значительное влияние на большинство инвесторов и рынков. Ошибки, которые возникают в результате этого влияния, часто встречаются и постоянно повторяются.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: Это отличное описание эмоционального давления, которое испытывает большинство инвесторов в условиях бычьего рынка. Как указывает Маркс, мало кто может устоять перед этим.

////////////////////////////////////

Неэффективность в различных проявлениях — недооцененность активов, заблуждения, ошибки других людей — предоставляет потенциальные возможности добиться выдающихся результатов на рынке. Единственный способ добиться постоянного превосходства над рынком — использовать их. Чтобы отличаться от большинства, нужно быть в числе тех, кто эти ошибки не допускает.



Откуда берутся ошибки? Инвестирование осуществляется людьми, а большинство из них находится во власти своих порывов и эмоций.

////////////////////////////////////

КРИСТОФЕР ДЭВИС: *И не только своих порывов и эмоций: ложная мотивация может негативно сказаться и на решениях многих институциональных инвесторов.*

////////////////////////////////////

Интеллект, необходимый для анализа данных, есть у многих, но мало кто способен видеть суть вещей и сопротивляться мощному влиянию эмоций. Иными словами, умозаключения по итогам анализа могут получиться почти одинаковыми у многих, а вот решения, принятые на их основе, будут сильно отличаться, поскольку эмоции воздействуют на всех по-разному. Главные инвестиционные ошибки — результат не столько информационных или аналитических факторов, сколько факторов психологических. Психология инвестора включает в себя много отдельных элементов, которые мы рассмотрим в этой главе, но главное, что нужно отметить, — все они постоянно приводят к неверным решениям. Большинство из них можно назвать «человеческой природой».

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: *Влияние психологических факторов на инвесторов очень велико. Многие поддаются им, и в результате колебания рынка определяются психологическими причинами. Когда эти силы подталкивают рынок к «пузырям» или обвалам, выдающиеся инвесторы получают возможность улучшить свои результаты, отказываясь покупать на пике и активно покупая на спаде. Умение идти против течения — обязательное качество хорошего инвестора.*

////////////////////////////////////

Первая из эмоций, способная свести на нет все усилия инвесторов, — это жажда денег, которая со временем может перейти в *жадность*.

Большинство людей инвестируют, чтобы заработать. (Конечно, есть и те, кто считает это в первую очередь интеллектуальным упражнением или своего рода спортивным соревнованием, но даже они вынуждены измерять результаты деньгами. Деньги могут и не быть самоцелью, но они неизбежно оказываются единицей измерения. Те, кто вообще не интересуется деньгами, обычно не занимаются инвестированием.)

В целом нет ничего плохого в том, чтобы пытаться заработать. Более того, стремление к доходу — один из важнейших элементов работы рынка и всей экономики. Опасность появляется, когда такое стремление переходит в жадность, которую словарь Merriam-Webster определяет как «необыкновенную, всепоглощающую, обычно предосудительную жажду наживы, особенно материальных богатств».

Жадность — очень могущественная сила. Она побеждает здравый смысл, склонность избегать рисков, благоразумие, осторожность, логику, память о болезненных уроках прошлого, решительность, тревогу и все остальные элементы, которые могли бы помочь инвесторам избежать проблем. Взамен этого время от времени жадность заставляет инвестора идти на поводу у мнения большинства в поисках доходов, что со временем приводит к печальным последствиям.

Сочетание жадности и оптимизма постоянно заставляет людей следовать стратегиям, которые, на их взгляд, должны обеспечить высокую доходность без особого риска; платить завышенную цену за популярные бумаги; держать их уже после того, как они взлетели в цене, надеясь, что они подорожают еще. Потом приходит осознание того, что именно пошло не так: ожидания были нереалистичными, а риски игнорировались.

ЗАМЕТКА «ДЛЯ НАЧАЛА ВЗГЛЯНИТЕ В ПРОШЛОЕ,
ИЛИ О ЧЕМ ОНИ ТОЛЬКО ДУМАЛИ?», 17 октября 2005 год

Аналог жадности — это *страх*, второй психологический фактор, который мы должны принять во внимание. В мире инвестиций страх не подразумевает логический, осознанный отказ от риска. *Страх*, как и жадность, подразумевает нечто избыточное. Он больше напоминает панику. Это чрезмерная озабоченность, которая мешает инвесторам принимать конструктивные решения, когда это необходимо.

Много раз на протяжении своей карьеры я поражался, насколько легко люди готовы *поверить в невероятное*. Таким образом, третий фактор, который мне хотелось бы обсудить, — это тенденция игнорировать логику, историю и проверенные временем нормы. Именно из-за этого люди принимают предложения, которые могли бы озолотить их, если бы были возможны.

Чарли Мангер* поделился со мной отличной цитатой из Демосфена по этому поводу: «Нет ничего проще самообмана. То, чего человек хочет, всегда кажется ему правильным». В основе любого «пузыря» и последующего обвала всегда лежит убеждение, что какое-либо фундаментальное ограничение по какой-то причине перестало действовать — следовательно, сложившиеся представления о справедливой цене можно пересмотреть.

В художественной литературе вера в невероятное помогает нам получить удовольствие от произведения. Когда мы смотрим пьесу «Питер Пэн», нам не нравится, когда наш сосед говорит «Артист висит на веревках», даже если мы знаем, что это так. Мы знаем, что мальчики не умеют летать, но это нас не волнует; мы пришли получить удовольствие.

Но инвестирование — дело серьезное, нужно постоянно выявлять вещи, которые не могут работать в реальной жизни. Процесс инвестирования требует изрядной недоверчивости... Недостаток скепсиса приводит к потерям. Раз за разом в финансовых некрологах встречаются две классические фразы: «Это было слишком хорошо, чтобы быть правдой» и «И о чем они только думали?»

ЗАМЕТКА «ДЛЯ НАЧАЛА ВЗГЛЯНИТЕ В ПРОШЛОЕ,
ИЛИ О ЧЕМ ОНИ ТОЛЬКО ДУМАЛИ?», 17 октября 2005 года

Почему инвесторы попадают на этот крючок? Часто это происходит потому, что они слишком легко (обычно из-за жадности) игнорируют уроки прошлого. «Финансовая память исключительно коротка», как однажды блестяще заявил Джон Гэлбрейт, и это не дает участникам рынка заметить события, и поэтому они неизбежны.

Когда подобные ситуации возникают снова и снова, иногда с интервалом всего несколько лет, новое, часто молодое и самоуверенное поколение начинает трубить о них как о блестящем открытии в финансовом и во всем экономическом мире. Мало где история игнорируется так сильно, как в мире финансов. Прошлый опыт

* Американский адвокат, экономист и профессиональный инвестор. *Прим. ред.*

если и сохраняется в памяти, то отвергается как примитивный удел тех, кто не обладает достаточным умом, чтобы оценить невероятные чудеса настоящего (John Kenneth Galbraith. A Short History of Financial Euphoria. New York: Viking, 1990 (Джон Кеннет Гэлбрейт. Краткая история финансовой эйфории)).

////////////////////////////////////
ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Многие ошибки, которые я совершаю, очень похожи на те, что я сделал раньше: они лишь немного отличаются друг от друга — те же ошибки в новом обличье.
////////////////////////////////////

Безошибочные инвестиции, которые, по мнению некоторых, способны обеспечивать высокую доходность без риска, — верное дело, или бесплатный сыр, — будут предметом дальнейшего обсуждения.

Когда рынок, отдельный инвестор или инвестиционный метод начинает приносить впечатляющие плоды, он привлекает внимание, становится невероятно популярным и не ставится под сомнение. Я называю такие модные тенденции «серебряной пулей».

Инвесторы всегда стремятся к этому. Все хотят разбогатеть без риска, ищут своего рода священный Грааль или бесплатный сыр. Мало кто ставит под сомнение саму возможность таких сделок или их доступность. Надежды можно питать бесконечно.

Однако панацеи не существует. Ни одна стратегия не может обеспечить высокую доходность без риска. Ни у кого нет ответов на все вопросы; все мы только люди. Рынки очень динамичны, и они, кроме всего прочего, функционируют так, чтобы возможностей для получения сверхъестественных доходов не возникало. Полная уверенность в существовании серебряной пули в итоге наказывается потерей капитала.

ЗАМЕТКА «КРЕДО РЕАЛИСТА», 31 мая 2002 года

Что заставляет верить в серебряные пули? Обычно эта вера вырастает из зерна истины.

////////////////////////////////////
ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Помните, что если бы теории (как слухи) не со-*
держали этого зерна истины, им никто бы и не поверил.
////////////////////////////////////

Обычно все начинается с какой-нибудь разумно звучащей теории, последователи которой встают на импровизированную трибуну и пытаются убедить других. В течение некоторого времени концепция приносит доходы — либо в силу своих достоинств, либо из-за того, что покупка актива новообращенными повышает его цену. Со временем вера в то, что это верный путь к успеху и он работает, превращает приверженность в манию. Выступая 2 июня 2010 года в Конгрессе, Уоррен Баффет сказал: «Растущие цены — это наркотик, который отрицательно влияет на способность рассуждать». Но после того, как все лопнет, манию начинают называть «пузырем».

Четвертый психологический фактор ошибок инвесторов — *тенденция соглашаться с мнением толпы*, а не спорить с ним, даже если мнение толпы очевидно неверно. В книге Джона Кэссиди *How Markets Fail* («Как падают рынки») описываются классические психологические эксперименты, которые Соломон Аш* проводил в Суортмор-колледже** в 1950-е годы. Аш предлагал группам испытуемых высказать мнение о визуальных экспонатах, однако все «испытуемые» в группе, кроме одного человека, были подставными лицами, работавшими на Аша. Они намеренно высказывали неверное суждение, что оказывало значительное воздействие на единственного настоящего испытуемого. Кэссиди поясняет: «Эта инсценировка ставила настоящего испытуемого в неловкое положение. [Аш писал]: „Здесь мы столкнули две противоположные силы: собственные органы чувств и единодушное мнение коллег“».

Большинство настоящих испытуемых отказывались верить своим глазам и разделяли мнение других членов группы, хотя оно и было очевидно неправильным. Это свидетельствует о влиянии стадного чувства; поэтому мнение о разумности консенсусных решений должно быть сдержанным.

* Американский психолог, автор знаменитых экспериментов, посвященных конформности. *Прим. ред.*

** Частный гуманитарный колледж, расположенный в городе Суортмор, США. *Прим. ред.*

Кэссиди пишет: «Как и участники визуальных экспериментов Соломона Аша в 50-е годы, многие из тех, кто не разделяет общепринятого взгляда на рынок, чувствуют себя одинокими. Со временем начинает казаться, что идти против рынка могут только сумасшедшие».

Раз за разом давление конформизма и желание разбогатеть заставляют людей отбросить независимость и скептицизм, преодолеть врожденную склонность к отказу от риска и начать верить в бессмыслицу. Это случается так регулярно, что, кажется, не может считаться случайностью.

Пятый психологический фактор — это *зависть*. Каким бы сильным ни было отрицательное влияние жадности, заставляющее людей постоянно стремиться к большему, оно становится еще сильнее, если люди начинают сравнивать себя с другими. Это один из самых вредных аспектов того, что мы называем человеческой природой.

Люди, которые могут быть вполне довольны своей судьбой, становятся несчастными, когда видят, что у других дела идут лучше. В мире инвестиций большинству людей не удастся спокойно сидеть и смотреть, как другие зарабатывают больше, чем они сами.

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: Соревнование — одна из главных составляющих интереса к инвестированию. Высокие доходы перестают устраивать, когда у других дела идут лучше, а низких вполне хватает, если остальным приходится еще хуже. Тенденция сравнивать результаты — одна из самых возмутительных. Предпочтение относительной, а не абсолютной доходности показывает, как психология может исказить нормальное течение дел.

////////////////////////////////////

Я знал одну некоммерческую организацию, эндмаунт-фонд которой с июня 1994-го по июнь 1999 года приносил по 16% годовых, но, поскольку аналогичные фонды зарабатывали по 23% годовых, сотрудники фонда всегда ходили подавленными.

////////////////////////////////////

СЕТ КЛАРМАН: Даже лучшие инвесторы судят о своих результатах исходя из показателей доходности. Очень сложно оценивать себя

по уровню риска, ведь его нельзя измерить. Естественно, избегавшие риска управляющие фонда были разочарованы своей относительной доходностью, хотя в пересчете на риск их результаты оказались просто великолепными, как выяснилось через три года. Это показывает, как сложно сохранять уверенность в долгосрочной перспективе, если краткосрочные результаты считаются неудачными.

//

Без акций роста, акций технологических компаний, финансируемых выкупов и венчурных инвестиций эндаумент-фонд отставал от конкурентов лет на пять. Но затем случился крах доткомов, и с июня 2000-го по июнь 2003 года доходность фонда составляла 3% годовых, в то время как большинство фондов конкурентов терпело убытки. Акционеры потирали руки.

В этой истории что-то не так. Как можно быть недовольным 16% годовых, но радоваться 3%? Все дело в тенденции сравнивать себя с другими и в том вредном влиянии, которое такое сравнение оказывает на конструктивные, аналитические процессы.

//

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Это очень важное замечание. Большинство инвесторов — как индивидуальных, так и институциональных — сравнивают свою доходность с чужой, в итоге большинство стремится следовать за толпой, делая акцент не на том, что нужно.*

//

Шестой ключевой психологический фактор — это *самоmnение*. Очень трудно бывает оставаться объективным и расчетливым перед лицом следующих фактов.

- Результаты инвестирования оцениваются и сравниваются в краткосрочной перспективе.
- Неверные, даже неблагоразумные решения, связанные с излишним риском, в благоприятные времена (которые длятся дольше плохих) обычно ведут к наибольшим доходам.
- Высокие доходы укрепляют самоmnение. Когда все идет хорошо, приятно чувствовать себя умным и видеть, что с тобой все соглашаются.

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: *Инвестирование — особенно плохое инвестирование — это мир, которым правит самомнение. Поскольку на растущих рынках риск вознаграждается, оно может заставить инвесторов вести себя агрессивно, чтобы выделиться и достигнуть выдающихся результатов. Но лучшие из известных мне инвесторов стремятся к высокой доходности с поправкой на риск... а не к неизвестности. По своему опыту я бы сказал, что дорога к успеху в инвестициях лежит через скромность, а не через собственное эго.*

////////////////////////////////////

Напротив, разумные инвесторы могут молча и усердно работать, обеспечивая себе приличную доходность в благоприятные времена и теряя меньше остальных во время кризиса. Они избегают самых рискованных инвестиций, поскольку понимают, что не могут знать всего, и умеют контролировать свои амбиции. Это, на мой взгляд, и есть главная формула долгосрочного успеха, хотя вряд ли принесет удовлетворение в краткосрочной перспективе. Идти по пути, который требует скромности, благоразумия и контроля рисков, не слишком привлекательно. Конечно, инвестирование не должно иметь отношения к гламуру, но часто почему-то имеет.

Наконец, я хотел бы обсудить такое явление, как *капитуляция*. Это типичная особенность инвестиционного поведения на поздних стадиях инвестиционного цикла. Инвесторы держатся за свои убеждения изо всех сил, но, когда экономическое и психологическое давление становится нестерпимым, они сдаются и прыгают на подножку последнего вагона уходящего поезда.

Обычно люди, которые занимаются инвестированием, умны, образованны, хорошо информированы и сильны в математике. Они разбираются в нюансах бизнеса и экономики, понимают сложные теории. Многие из них способны делать разумные выводы относительно цен и прогнозов.

Но тут вступают в действие психология и влияние толпы. Большую часть времени активы либо переоценены и продолжают расти в цене, либо недооценены и продолжают дешеветь. Со временем эти тенденции губительно сказываются на психике, убеждениях и решимости инвесторов. Акции, от которых вы отказались, приносят доход другим, а те, которые купили, ежедневно дешевеют; кто-то другой каждый день зарабатывает на идеях, которые были

отвергнуты как недостаточно безопасные или просто неразумные, — новые эмиссии, дорогие акции технологических компаний, деривативы с кредитным плечом на ипотечные бумаги.

Когда переоцененный актив дорожает, а недооцененный продолжает дешеветь, кажется правильным продать первый и купить другой. Но на самом деле это не так. Неуверенность в себе в сочетании с новостями об успехе других — это могущественная сила, подталкивающая инвесторов совершать ошибки, и, если тенденция продолжается, ее мощь только увеличивается. С этим тоже нужно бороться.

////////////////////////////////////
ГОВАРД МАРКС: Активы оказываются переоцененными из-за поведения инвесторов, которое приводит к преувеличению их значимости и удерживает их на этом уровне. Не стоит думать, что этот процесс прекратится, когда цена поднимется до «нужного уровня» или когда вы продадите акции, решив, что они слишком дорого стоят. Инерция слишком велика, так что оценка чаще кажется ошибочной, чем верной. Хотя все это понятно, принять это довольно трудно.

////////////////////////////////////

Желание большего, страх упустить возможность, привычка сравнивать себя с другими, влияние толпы и мечта найти правильный путь — все эти факторы встречаются повсеместно. Они оказывают значительное влияние на большинство инвесторов и рынков. Особенно это заметно, когда рынок находится в точке экстремума. Результатом являются типичные, распространенные и часто повторяемые ошибки.

////////////////////////////////////
ГОВАРД МАРКС: Большинство колебаний в сторону крайностей — «пузырей» и обвалов — основаны на каком-то зерне истины, обычно выработанном в результате тщательного анализа... по крайней мере сначала. Однако психологические факторы приводят к неверным выводам, а рынки слишком активно пользуются этими выводами. Самые большие потери рынков начинаются с психологических ошибок, а не с аналитических просчетов.

////////////////////////////////////



Все это кажется абстрактными рассуждениями, которые вас не касаются? Что ж, надеюсь, что вы правы. Но, если вдруг сомневаетесь, что рациональные люди способны поддаться разрушающему влиянию эмоций, напомним вам два слова: «пузырь доткомов». Ранее я уже говорил об этом безумном времени, приводя его как пример случая, когда инвесторы не обращают внимания на соотношение между ценой и внутренней ценностью. Что же заставило их отбросить здравый смысл? Все те же эмоции, которые мы обсуждали выше: жадность, страх, зависть, самообман, самоуверенность.

Рассмотрим, как развивалась ситуация, и обратим внимание на психологический аспект.

1990-е годы были очень благоприятным периодом для акций. Конечно, случались плохие дни и месяцы, а также такие потрясения, как резкий скачок процентных ставок в 1994 году, но биржевой индекс S&P 500* показывал ежегодный рост с 1991 по 1999 год включительно, а ежегодная доходность в среднем составляла 20,8%. Этого было достаточно, чтобы инвесторы прониклись оптимизмом и стали позитивно воспринимать «бычьи» настроения.

Акции роста в начале десятилетия показывали чуть лучшие результаты, чем акции стоимости, — вероятно, это был откат после выдающихся результатов последних в 1980-е. Это также побудило инвесторов высоко оценивать потенциал роста компаний.

Инвесторы были очарованы технологическим прогрессом. Такие разработки, как широкополосные сети, интернет и электронная коммерция, казалось, изменили мир, а предпринимателей из технологического и телекоммуникационного сектора носили на руках.

Акции технологических компаний высоко оценивались, их активно покупали, отчего они продолжали расти в цене, так что весь процесс выглядел как непрерывающийся благотворный цикл.

В основе большинства «бычьих» рынков лежат объяснения, которые кажутся логичными, этот также не являлся исключением: акции технологических компаний опередают все остальные, поскольку это превосходные компании.

* Фондовый индекс, в корзину которого включено 500 избранных акционерных компаний США, имеющих наибольшую капитализацию. *Прим. ред.*

В фондовые индексы попадали все новые акции технологических компаний, что подчеркивало рост их важности для экономики. Появлялись новые индексные и приближенные к индексам фонды, которые неявным образом заставляли добавлять в индексы большее число акций технологических компаний; активные инвесторы продолжали их скупать, чтобы не отстать от рынка. Все больше людей выбирало пенсионные планы 401(k)*, и инвесторы пенсионных фондов увеличивали объем акций в своих портфелях, причем акции технологических компаний стали занимать в них основное место. По этим причинам такие акции должны были повышаться в цене и давать доходность выше, чем другие. Этим они должны были привлечь еще больше покупателей. Какое-то время события развивались именно так, и это добавляло теории убедительности.

Первоначальные публичные размещения технологических акций приводили к тому, что в день выхода на биржу акции дорожали на десятки, порой даже на сотни процентов. Конечно, они выглядели очень привлекательно. Первичное публичное размещение стало настоящей манией.

С точки зрения психологии особенно поразительно именно то, что происходило с первичными размещениями. Все выглядело примерно так: ваш сосед по офису рассказывает, что участвует в каком-нибудь IPO. Вы спрашиваете, чем занимается эта компания. Он отвечает, что не знает, но его брокер сказал, что в день выпуска цена этих акций удвоится. Вы говорите, что это смешно. Через неделю он рассказывает, что стоимость не удвоилась — она утроилась! И он по-прежнему не знает, чем эти люди занимаются. Еще немного — и устоять уже трудно. Вы понимаете, что все это бессмысленно, но надо же что-то делать, чтобы не выглядеть глупцом. Поэтому вы инвестируете в несколько сотен акций в следующем IPO, представляя яркий пример капитуляции, а костер разгорается сильнее от притока таких же, как вы, новообращенных.

Венчурные фонды, инвестировавшие в успешные стартапы, привлекали большое внимание и капитал. В год, когда Google стала публичной компанией, фонд, профинансировавший IPO, подорожал на 350% за счет одного этого успеха.

СМИ расхваливали инвесторов, вложившихся в акции технологических компаний, воспевая их дальновидность. Тем, кого не сдерживали опыт и скептицизм, было 20–30 лет, и они зарабатывали больше всех. Никто не напомнил,

* 401(k) — наиболее популярный пенсионный план частной пенсионной системы в США, названный по номеру статьи Налогового кодекса. *Прим. ред.*

что их успех может быть результатом нерационального поведения рынка, а не удивительной прозорливости.

Помните, как я выше говорил о том, что все «пузыри» начинаются с зерна истины? В данном случае оно состояло в том, что технологии имели действительно огромный потенциал. «Пузырь» зародился благодаря псевдологическим рассуждениям бычьего рынка. А ускорило развитие ситуации повышение цен, которое никак не останавливалось и, казалось, будет вечным.

Конечно, весь ажиотаж вокруг акций технологических, телекоммуникационных компаний и компаний из сегмента электронной коммерции был вызван тем, что эти компании действительно потенциально могут изменить мир. Я совершенно не сомневаюсь в том, что они произведут революцию в нашей жизни и что уже через несколько лет мы просто не узнаем этот мир. Проблема в том, что сейчас нельзя определить, кто же станет победителем и чего они действительно стоят...

Сейчас сказать, что технологии, интернет и телекоммуникации переоценены и вскоре начнут падать, — все равно что встать на пути мчащегося товарного поезда. Поэтому скажем, что они сильно выиграли от колоссального бума и анализировать их нужно с большой долей скепсиса.

ЗАМЕТКА «ПУЗЫРЬ ДОТКОМОВ», 3 января 2000 года

Вскоре после этой заметки акции технологических компаний начали проваливаться под собственным весом, хотя нельзя было указать конкретное событие, которое спровоцировало падение. Внезапно стало ясно, что цены на акции поднялись слишком сильно и нуждаются в корректировке. Когда инвестиционная мода проходит, *The Wall Street Journal* публикует таблицу убытков, куда входят акции, упавшие в цене на 90% и более. Однако после краха доткомов в таблице были представлены 99%-ные убытки. Основные фондовые индексы открытого рынка продемонстрировали трехгодичное падение впервые со времен Великой депрессии, а акции доткомов — как и акции в целом — перестали казаться чем-то особенным.

Возвращаясь к тем событиям десятилетней давности, можно сказать, что разрекламированные технологические разработки действительно изменили

мир, компании-победители стали очень ценными, а например, газетам и компакт-дискам был нанесен непоправимый урон. Но точно так же очевидно, что инвесторы во время развития «пузыря» позволили себе забыть о здравом смысле. Они проигнорировали тот факт, что победителями не могут быть все, что ожидается длительный период биржевых маневров, что прибыль не так-то легко получить, если оказываешь бесплатные услуги, и что доля в убыточных компаниях, которые оцениваются с высокими коэффициентами к выручке (так как прибыли уже не было), может оказаться просто опасной.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Вспоминается известное изречение Уоррена Баффета об экономике и авиации. Авиация — это важная и ценная инновация, но нельзя сказать, что это очень хороший бизнес. Баффет говорил, что, учитывая печальную историю потери капитала авиационной промышленностью, настоящий капиталист пристрелил бы Уилбура Райта еще в Китти Хоке.

////////////////////////////////////

Жадность, возбуждение, алогичность, вера в невероятное и игнорирование внутренней стоимости стоили многим людям капитала во время «пузыря доткомов». А между тем множество блестящих, дисциплинированных инвесторов в стоимость выглядели просто тупицами, пока «пузырь» не лопнул.

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: Позитив и оптимизм — то, что иногда называется бодростью, — приводят к переоцененности актива. Дисциплинированные инвесторы в это время выглядят унылыми брзжащими pessimists... пока не оказываются одними из немногих, кто сумел защитить себя от убытков.

////////////////////////////////////

Чтобы не понести убытки во времена «пузырей», не нужно следовать за человеческой жадностью и предвзятостью, когда положительные стороны явления сильно переоцениваются, а отрицательные игнорируются. Это нелегкая задача, и поэтому справляются с ней немногие. Инвесторам необходимо

избегать продажи активов (а лучше стараться покупать), когда во время кризиса страх руководит действиями большинства. Нужно напомнить, что обвал не всегда предшествует появлению «пузырей», они могут возникать сами по себе, но заканчиваются они всегда крахом.

Большинству инвесторов было трудно удержаться от покупок во время развития «пузыря доткомов», но еще сложнее было устоять перед искушением продать, а тем более найти в себе силы покупать в черные дни кредитного кризиса. Ведь если не покупать на «бычьем» рынке, вы в худшем случае будете выглядеть дураком и понесете убытки в виде упущенной выгоды. Но во время кризиса 2008 года казалось, что если не избавиться от бумаг, то убытки будут просто запредельными. Казалось, что конец света вот-вот наступит.



ГОВАРД МАРКС: *Чтобы не поддаваться стадному чувству, нужно контролировать инстинкты и самомнение. Это очень трудно, зато хорошо окупается.*

Взять под контроль человеческий фактор еще не означает добиться успеха, но в сочетании с аналитическими способностями это умение может привести к выдающимся результатам.



Что же делать с психологическими побуждениями, которые заставляют совершать глупые поступки? Нужно научиться их распознавать — это первый шаг, который поможет противостоять искушению. И будьте реалистами. Инвесторы, полагающие, что они неуязвимы перед силами, описанными в этой главе, сильно рискуют. Если эти силы так могущественны, что воздействуют на целые рынки, почему вы думаете, что устоите? Если бычьи настроения могут заставить взрослых людей сквозь пальцы смотреть на очевидную переоценку активов и отрицать невозможность создания вечного двигателя, почему вас это должно обойти? Если ужасающие сообщения о беспредельных убытках заставляют других распродавать активы по бросовым ценам, что вы сможете им противопоставить?

Поверьте, противостоять искушению покупать на пике цены трудно (еще труднее в это время продавать), когда все остальные участники рынка покупают, эксперты настроены позитивно, логические обоснования всех устраивают,

цены растут, а самые рискованные ребята сообщают об огромных доходах. Еще сложнее удержаться от продаж (а уже тем более продолжать покупки), когда ситуация прямо противоположная и кажется, что покупать или держать бумаги — значит рисковать всем.

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: *Помните: вы не будете неправы в вакууме. Цены на активы растут из-за действий окружающих. Пока будет казаться, что вы ошибаетесь, члены стада будут выглядеть (и чувствовать себя) на высоте. Сравнение себя с ними — это очень разрушительный, хотя и вполне естественный, процесс, который будет сильно давить на вас.*

////////////////////////////////////

Как и во многих описанных в этой книге случаях, простого решения не существует: ни одна формула не скажет, находится ли рынок у границы иррационального; нет ни простого инструмента, который позволит принимать только правильные решения; ни одна волшебная таблетка не защитит вас от пагубных эмоций. Как говорит Чарли Мангер: «Никто не обещал, что будет легко».

Что же поможет повысить свои шансы на успех? Вот что работает в случае Oaktree:

- четкое понимание действительной стоимости;

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Это надежный тыл инвестора. Четкое понимание внутренней стоимости — единственный способ противостоять психологическим влияниям, которые отрицательно сказываются на поведении. Те, кто не может оценить компании или акции, не имеют шансов в инвестировании, им не на что надеяться кроме удачи. Кажется, формулировка очень простая, но многие инвесторы об этом забывают.*

////////////////////////////////////

- последовательность в действиях, когда цена отклоняется от внутренней стоимости;

- достаточные знания о предыдущих циклах — полученные сначала из книг и бесед с более опытными коллегами, затем и из собственного опыта, которые позволяют помнить, что на рынке невозддержанность чаще наказывается, чем вознаграждается;
- хорошее понимание губительного воздействия психологии на инвестиционный процесс во время турбулентности на рынке;
- обязательство помнить, что, когда нечто выглядит «слишком хорошо, чтобы быть правдой», так обычно и бывает;
- готовность казаться неправым, когда рынок движется от переоцененности к еще большей переоцененности (как это неизбежно случается);
- друзья и коллеги-единомышленники, которые будут поддерживать вас, а вы — их.

Всего этого может оказаться недостаточно для полного успеха, но все шансы на победу есть.

11

Самое важное — это... идти против толпы

Покупать, когда остальные отчаянно продают, и продавать, когда другие в эйфории покупают, — это требует большой смелости, но приносит наибольшие доходы.

ДЖОН ТЕМПЛТОН*

Большую часть инвесторов можно описать одной фразой: они *следуют за трендами*. Лучшие инвесторы поступают наоборот. Надеюсь, я убедил вас, что лучшие результаты в инвестировании обеспечивает мышление второго уровня, которое отличается от способа мышления других более высокой сложностью и проницательностью. Большинство людей не может овладеть им по определению. Таким образом, в суждениях большинства ключ к успеху крыться не может. Напротив, тренды и общий консенсус — это то, против чего стоит играть. Нужно изучить консенсусный портфель и построить свой иначе. Поскольку тренды в экономике меняются и рынок проходит определенные фазы цикла, чтобы добиться успеха, нужно поступать строго наоборот.

В этом заключается суть часто цитируемого совета Уоррена Баффета: «Чем меньше благоразумия проявляют в своих действиях большинство людей, тем более осторожно должны действовать мы». Он побуждает нас поступать вопреки тому, как поступают другие, — идти против рынка.

* Американский и английский предприниматель и филантроп. *Прим. ред.*

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: *Умение идти против рынка — важный навык для успешных инвесторов. Однако, по моим наблюдениям, чаще всего это приходит с опытом. Крайне сложно научить подобной стратегии.*

////////////////////////////////////

Когда вы делаете то же, что и остальные, на вас влияют колебания, которые усиливаются отчасти благодаря их и вашим действиям. Не стоит быть частью стада, которое в панике сбрасывается со скалы, но, чтобы избежать этого, требуются редкие навыки, проницательность и самодисциплина.

ЗАМЕТКА «КРЕДО РЕАЛИСТА», 31 мая 2002 года

Логика коллективных ошибок очевидна и имеет почти математический характер.

- Рынки серьезно колеблются, переходя от «бычьей» стадии к «медвежьей», от переоцененности к недооцененности.
- Эти колебания вызваны действиями «толпы», «стада», «большинства». Бычьи рынки возникают, когда большинство участников стремятся покупать, а не продавать либо если покупатели оказываются более мотивированными, чем продавцы. Рынок растет, когда люди переключаются с продажи на покупку, покупатели становятся более мотивированными, продавцы — наоборот. (Если бы покупателей было столько же, сколько и продавцов, рынок бы просто не поднялся.)

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: *Это очень важная идея: она подводит к одному из лучших способов игры против рынка для получения выгоды.*

////////////////////////////////////

- Экстремумы рынка соответствуют точкам перегиба. Они появляются, когда «бычьи» или «медвежьи» настроения на рынке достигают максимума. Фигурально выражаясь, верхний предел достигается, когда появляется последний покупатель. Когда он входит в толпу «быков», достигается предел:

«бычьи» настроения больше не растут, перестает расти и рынок. Теперь покупка или удерживание акций становится опасным делом.

- Поскольку больше никто не подхватывает «бычьи» настроения, рынок останавливается в росте. А если на следующий день хотя бы один человек из покупателя превращается в продавца, рынок начинает идти вниз.
- Итак, в точках перегиба, которые создаются действиями «большинства», это большинство оказывается неправым.
- Таким образом, чтобы добиться успехов в инвестициях, нужно играть против рынка, выделяться из толпы. Тот, кто способен осознать, что другие люди ошибаются, может получить огромные доходы, поступая прямо противоположным образом.

Время от времени появляются фанатичные покупатели и запуганные продавцы; массы стремятся то войти в игру, то выйти из нее; мы видим перегретые или недооцененные рынки; цены чрезмерно высокие или низкие. Действительно, рынки, а с ними и поведение инвесторов лишь незначительную часть времени находятся в «золотой середине».

Как же действовать исходя из этого? Очевидно, что присоединяться к толпе и проходить через экстремумы рыночных циклов вредно для финансового здоровья. Максимум создается, когда движения рынка обусловлены мотивированными покупателями, которые задирают цены до исторических максимумов. В точке минимума рынок находится, если на нем преобладают паникеры-покупатели, которые расстаются с активами даже по цене, которая впоследствии оказывается крайне необоснованной.

«Покупай дешево, продавай дорого» — проверенное временем правило, но, плывя по течению рыночных циклов, инвесторы часто забывают это правило.

Правильная стратегия — играть против рынка: покупайте, когда акции ненавидят, продавайте, когда их любят. Крайности рынка случаются не «раз в жизни», а примерно раз в десятилетие, но этого недостаточно, чтобы строить карьеру инвестора, опираясь только на них. Однако попытаться стоит — это важный компонент деятельности любого инвестора.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Мне нравится эта мысль. Экстремальные обстоятельства (или, точнее говоря, возможности) случаются чаще, чем кажется. Угадать, в какой момент будет пройдена верхняя или нижняя точка, почти невозможно; в этом-то и заключается вся сложность!*

////////////////////////////////////

Не следует думать, что это легко. Потребуется способность выявлять случаи, когда цена значительно отличается от действительной стоимости. Нужен сильный характер, чтобы сопротивляться общепринятому мнению и мифу о том, что рынок всегда эффективен и потому прав. Пригодится опыт, который будет подкреплять вашу решительность. И, конечно, не обойтись без поддержки понимающих, терпеливых клиентов. Если вам не хватит времени, чтобы пережить крайности рынка и дожждаться, когда снова возобладает разум, вы можете стать типичной жертвой рынка — человеком под два метра ростом, который утонул, переходя реку, средняя глубина которой составляла полтора метра.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Это одна из самых выдающихся идей Баффета и Маркса. В долгосрочной перспективе рынок выровняется. Но прежде нужно уцелеть в краткосрочной перспективе.*

////////////////////////////////////

Но если вы уделяете должное внимание к маятникообразным колебаниям рынка, вполне возможно воспользоваться открывающимися возможностями.

ЗАМЕТКА «ЗОЛОТАЯ СЕРЕДИНА», 21 июля 2004 года



Одно дело — принять идею игры против рынка в целом; совсем другое — воплотить ее на практике. С одной стороны, никогда не знаешь, насколько далеко качнется маятник, когда он пойдет в обратную сторону и как далеко отклонится в этом направлении.

С другой стороны, можно быть уверенными в том, что, как только маятник достигнет крайнего положения, рынок постепенно начнет откат к точке равновесия (а возможно, и дальше). Инвесторы, которые считали, что маятник будет постоянно двигаться в одном и том же направлении или, достигнув предела, замрет в этой точке, будут неизбежно разочарованы.

Однако из-за вариативности множества факторов, воздействующих на рынки, ни один из его инструментов — даже игра против рынка — не будет работать всегда.

- Игра против рынка — это не тот подход, который будет приносить вам деньги всегда. Чаще всего рынок не настолько бросается в крайности, чтобы, ставя против него, можно было заработать.

////////////////////////////////////
ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Я бы использовал такую метафору: если никто не бросается под фуру, которая едет на огромной скорости по шоссе, это не значит, что вы обязаны это сделать!
////////////////////////////////////

- Даже если очевидно, что рынок находится в крайней точке, важно помнить, что «переоцененный» актив — не то же самое, что актив, который «завтра начнет падать в цене».
- Рынки могут оставаться переоцененными или недооцененными — и даже усиливать этот перекос — на протяжении многих лет.
- Идти против тенденции может оказаться довольно болезненным делом.

////////////////////////////////////
СЕТ КЛАРМАН: Здесь очень важно вспомнить об уроках Грэхэма и Додда*. Если рассматривать рынок через отчеты, то владение акциями, цена которых падает ежедневно, может заставить вас чувствовать себя неудачником. Но, если напоминать себе, что вы владеете долей бизнеса и что каждый день вы можете покупать с еще большим дисконтом к внутренней стоимости, вполне реально сохранять хорошее расположение духа. Именно так Уоррен Баффет

* Отсылка к книге Б. Грэхэма и Д. Додда «Анализ ценных бумаг». Прим. ред.

описывает погоню за выгодными сделками посреди опустошений, которые нанес «медвежий» рынок 1973–1974 годов.



- Иногда оказывается, что «все» обнаружили, что толпа неправа. Я имею в виду, что порой сама игра против рынка может быть слишком популярным решением и стать стадным явлением.
- И последнее: недостаточно просто идти против толпы. Учитывая описанные сложности, связанные с игрой против рынка, потенциально выгодное выявление отклонений от всеобщего мнения должно основываться на логике и анализе. Нужно совершать поступки не просто вопреки действиям толпы, но исключительно тогда, когда вы точно знаете, что толпа ошибается. Только в этом случае можно твердо придерживаться своих взглядов и, возможно, развивать их, даже если кажется, что они неверны и приведут к убыткам.

Дэвид Свенсен* возглавляет эндаумент-фонд Йельского университета. Инвестиционная деятельность университета обеспечивает высокую доходность, и Свенсен за последние два десятилетия внес самый ощутимый вклад в индустрию эндаумент-фондов.

Подход Свенсена в начале его внедрения в 1980-х казался очень необычным, но сейчас он уже стал каноническим. Он прекрасно описывает сложности, возникающие в игре против рынка. Успех инвестиций связан с отстаиванием позиций, которые кажутся неудобными в силу их расхождения с общественным мнением. Обычные действия влекут за собой обычные последствия, поэтому управляющие портфелями всегда находятся между двух огней — продажей по низкой цене и покупкой по высокой. Только уверенность, в основе которой хорошо подготовленное взвешенное решение, может позволить инвесторам продавать спекулятивные активы и покупать по бросовой цене активы, от которых все спешат избавиться.

* Дэвид Свенсен — генеральный директор по инвестициям Йельского университета, профессор Йельской школы менеджмента, член Американской академии наук и искусств. *Прим. ред.*

...Активные стратегии управления требуют неинституционального поведения от финансовых институтов. Это парадокс, разрешить который способны немногие. Для того чтобы создать и сохранить необычный инвестиционный профиль, необходимо смириться с существованием «неудобных» портфелей, которые часто кажутся безумием в глазах общественного мнения.

Наиболее доходные инвестиции по определению являются игрой против рынка: вы покупаете, когда все остальные продают (и поэтому цена низкая), или продаете, когда все остальные покупают (и поэтому цена высокая).

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: *Здесь хорошо описана награда за тщательное следование советам Маркса.*

////////////////////////////////////

Эти действия совершаются в одиночку и выглядят, как говорит Свенсен, неудобными. Но откуда мы знаем, что обратные, консенсусные действия «удобны»? Потому что так поступает большинство.

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: *Уже сами прилагательные, выбранные здесь, — неинституциональный, необычный, неудобный, одинокий — показывают, как сложно бывает удержаться на позициях, отличных от общепринятых. Но это необходимо, если вы намерены достичь действительно выдающихся результатов.*

////////////////////////////////////



Самое интересное для меня в инвестировании — это его парадоксальность: очень часто то, что кажется очевидным и с чем согласны все, оказывается неверным. Я не имею в виду, что общепринятые инвестиционные истины порой верны, а порой нет.

Реальность проще и гораздо более систематична: большинство людей не понимают процессов, в силу которых появляется выдающийся потенциал для получения доходов. Определенно можно сказать, что широко распространенное консенсусное мнение инвесторов почти всегда неверно... Уже сама поддержка какого-либо актива общественным мнением, похоже, сводит на нет ее потенциал... Возьмем, например, инструмент, который, с точки зрения «всех и каждого», является блестящим вариантом для инвестирования. На мой взгляд, это невозможно по определению.

- Если инструмент всем нравится, то, вероятно, дело в том, что он обеспечивает хорошую доходность. Многие считают, что выдающиеся результаты в настоящем гарантируют аналогичные результаты и в будущем. На деле же больше похоже, что выдающиеся результаты в настоящем мы заимствуем из будущего, так что в дальнейшем можно скорее ожидать их ухудшения.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Это очень простое, но очень мудрое замечание.*

////////////////////////////////////

- Если актив всем нравится, то, скорее всего, цена на него задрала так, что едва ли уже сильно повысится. (Конечно, стоимость актива порой изменяется с «переоцененного» до «более переоцененного», но я бы не стал на это рассчитывать.)
- Если актив всем нравится, то, вероятно, эта отрасль была слишком тщательно изучена (и пережила слишком большой приток капитала), чтобы были возможны еще какие-то выгодные сделки.
- Если актив всем нравится, то существует значительный риск, что его цена упадет, когда толпа изменит свое коллективное мнение и дружно направится к выходу.

Выдающиеся инвесторы знают, когда цена актива ниже действительной стоимости, и покупают в этот момент. А это

возможно только тогда, когда большинство людей не видят его достоинств. Йоги Берра* однажды сказал: «Никто больше не ходит в этот ресторан: там слишком много народа». Это замечание кажется таким же абсурдным, как «все понимают достоинства этого актива». Ведь если все их понимают, то инвестируют в этот актив, так что цена уже не будет низкой...

Нельзя заработать много денег, покупая то, что нравится всем. Деньги зарабатываются, когда вы покупаете то, что люди недооценивают...

Вкратце можно выделить два основных условия хорошего инвестирования:

- выявление какого-то качества, которое не видят или не ценят другие (и которое не отражено в цене актива);
- реализация этого качества (по крайней мере, его должен признать рынок).

Из первого условия понятно, что процесс начинают инвесторы исключительно проницательные, идущие против толпы, склонные бросать вызов авторитетам. Вот почему часто говорят, что успешные инвесторы много времени проводят в одиночестве.

ЗАМЕТКА «ВСЕ ЗНАЮТ», 26 апреля 2007 года

Глобальный финансовый кризис 2007–2008 годов стал самым большим обвалом на моей памяти. Из этого опыта можно извлечь множество уроков, и поэтому я рассматриваю его аспекты в нескольких главах. Для меня один из уроков состоял в том, что я достиг нового понимания скепсиса, который требуется для игры против рынка. Обычно на меня не снисходят божественные откровения, но в данном случае я словно прозрел.

Каждый раз, когда лопается «пузырь», происходит обвал «бычьего» рынка или серебряная пуля вновь не срабатывает, мы слышим, как люди оплакивают свои ошибки. Скептик, хорошо понимающий это, пытается выявить их задолго

* Американский бейсболист, тренер и спортивный менеджер, известный в том числе своими парадоксальными высказываниями. *Прим. ред.*

до кризиса и избежать согласия с толпой, которая с готовностью их примет. Поэтому обычно инвестиционный скепсис ассоциируется с отказом идти на поводу у модных трендов, маний «бычьего» рынка и финансовых пирамид.

Я прозрел в середине октября 2008 года, когда мир переживал нижнюю точку кредитного кризиса. К тому времени мы увидели и услышали то, что ранее казалось невероятным.

- Гибель или санация Lehman Brothers*, Bear Stearns**, Freddie Mac***, Fannie Mae**** и AIG*****.
- Сомнения в жизнеспособности Goldman Sachs и Morgan Stanley и серьезное падение цены их акций.
- Рост цен на надежные казначейские бумаги.
- Процентные ставки по казначейским векселям приблизились к нулю, поскольку все перестраховывались.
- Осознание — возможно, впервые в жизни — того, что финансовые ресурсы правительства США ограничены и оно не может всегда решать проблемы, запуская печатный станок.

Сразу же после банкротства Lehman Brothers всем стало ясно, что... спираль закрутилась вниз, а когда и как это закончится — неизвестно. Проблема состояла в том, что ни один сценарий не предполагал настолько неблагоприятного развития событий, а любой сценарий, включавший в себя элементы оптимизма, казался нереалистичным.

Конечно, в этом заключалась своя правда: все было возможно. Но, рассуждая о будущем, нужно думать о двух вещах: что может случиться и насколько вероятно, что это произойдет.

* Lehman Brothers — американский инвестиционный банк, один из ведущих в мире финансовых конгломератов. Обанкротился в 2008 году. *Прим. ред.*

** Bear Stearns — до 2008 года один из крупнейших инвестиционных банков и игроков на финансовых рынках мира. *Прим. ред.*

*** Freddie Mac — одно из крупнейших в США ипотечных агентств. *Прим. ред.*

**** Fannie Mae — крупнейшее ипотечное агентство в США. *Прим. ред.*

***** AIG — American International Group, американская страховая корпорация. *Прим. ред.*

Во время кризиса казалось, что все плохо, но это не значит, что все негативные варианты действительно реализовались бы. Во время кризисов не всем удастся провести такое разграничение...

За 40 лет я видел достаточно безумных маниакально-депрессивных колебаний инвестиционного маятника — не только между страхом и жадностью, но и между оптимизмом и пессимизмом, между легковерием и скепсисом. Говоря в целом, тот, кто следует общим трендам и колеблется вместе с маятником, получит посредственные результаты в долгосрочной перспективе и будет терпеть крах прохождения маятником верхних точек.

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: В октябре 2008 года настроения участников рынка были катастрофическими. Оценки были невероятно заниженными, а акции сулили великолепную доходность в будущем. И действительно, доходность в последующие два года оказалась замечательной. К сожалению, сначала акции упали еще на 20% по сравнению с и так низким октябрьским уровнем. Оправились они только в марте 2009 года.

Если вы верите в то же, что и все остальные, то ничем не отличаетесь от них. При этом вы обычно покупаете по слишком высокой цене и продаете по низкой. Вы верите сказкам о «серебряной пуле», которая способна обеспечить высокую доходность без малейшего риска. Вы покупаете то, что хорошо продается, и продаете то, что покупают плохо. При этом вы терпите убытки во время падения рынка и упускаете возможности, когда рынок встает с колен. Иными словами, вы конформист, а не бунтарь; вы следуете за рынком, а не идете против него. Скепсис заставляет внимательно изучать балансовую ведомость, последнее чудо финансовой инженерии или «верное дельце»...

Только скептик способен отличить актив, который выглядит хорошо и при этом действительно хорош, от актива, который кажется хорошим, но на самом деле плох. Лучшие инвесторы

из известных мне могут служить тому примером. Владеть этим навыком необходимо.

Множество неблагоприятных событий, которые произошли в одно и то же время, подтолкнули к началу кризиса, который считался маловероятным, а то и вовсе невозможным. Все эти события нанесли вред инвесторам, злоупотреблявшим кредитным плечом. Все объясняется просто: люди, которые пострадали от кредитного кризиса, просто проявили недостаточно скепсиса (или пессимизма).

И это привело меня к откровению: скепсис и пессимизм — это не одно и то же. Скепсис призывает к пессимизму в условиях переизбытка оптимизма. Но тот же скепсис заставляет оптимистично смотреть на пессимистичную ситуацию.

Когда на прошлой неделе кредитный кризис достиг своего пика... я почти не видел оптимистов; большинство инвесторов были так или иначе настроены пессимистично. Никто не посмотрел на вещи скептически, никто не сказал «это настолько ужасно, что едва ли может быть правдой». На прошлой неделе никто не делал агрессивных ставок на ценные бумаги. Так что они падали в цене — «клонились к закату», как говорили раньше, — на несколько пунктов за раз. Как обычно, нужно было скептически относиться к тому, что «все» говорят и делают. Наблюдать за развитием негативной истории может быть очень интересно, но счастливый конец, в который верят очень немногие, все еще создает огромный потенциал для получения доходов.

ЗАМЕТКА «ГРАНИЦЫ НЕГАТИВНОГО ПОДХОДА»,

15 октября 2008 года

Ошибка очевидна. Толпа оптимистична на пике и пессимистична во время спада. Таким образом, чтобы извлечь доход, мы должны скептически относиться к оптимизму на пике и скептически же — к пессимизму на спаде.

ЗАМЕТКА «ЛАКМУСОВЫЕ БУМАЖКИ»,

10 ноября 2009 года

Образцом скептицизма обычно считают мнение «нет, это слишком хорошо, чтобы быть правдой» в благоприятные времена. Но в 2008 году я понял — и теперь это кажется мне совершенно очевидным, — что иногда скепсис требует сказать «нет, это слишком *плохо*, чтобы быть правдой».

Большинство купленных в четвертом квартале 2008 года долгов бедствующих компаний обернулись в последующие полтора года доходностью в 50, 100 и более процентов. Покупать в то сложное время было нелегко, но принять это решение оказалось проще, когда мы поняли, что почти никто больше не считает, что «все это слишком плохо, чтобы быть правдой». В тот момент оптимизм и сделки по покупке были образцом правильной игры против рынка.



Лучшие инвестиции, которые мне доводилось видеть, имеют ряд общих черт. Обычно они совершались против рынка. Это было проблемное и неудобное решение, хотя опытный игрок против рынка вполне комфортно чувствует себя, оставаясь при своем мнении, отличающемся от позиции толпы.



ГОВАРД МАРКС: *С одинокой, неудобной позицией не просто нужно смириться — ею нужно гордиться. Обычно, в особенности в крайних точках колебаний маятника, движение вместе с толпой — повод для беспокойства.*



Каждый раз, когда обваливается долговой рынок, большинство говорит: «Мы не будем ловить падающий нож; это слишком опасно». Обычно они добавляют: «Подождем, пока осядет пыль и все неопределенности исчезнут». Конечно, они имеют в виду, что просто испуганы и не понимают, что делать.

Я абсолютно уверен, что к тому времени, как нож прекратит падать, пыль уляжется и неопределенности разрешатся, выгодных предложений просто не останется. Когда покупать снова станет удобно, цена уже не будет такой низкой, как во время обвала.

////////////////////////////////////

СЕТ КЛАРМАН: Кроме того, большие объемы, которые обычно сопутствуют паническим распродажам, тоже, вероятно, перестанут быть доступны: не только цена вырастет, но и купить себе ощутимый пакет бумаг станет гораздо сложнее.

////////////////////////////////////

Таким образом, очень выгодное вложение всегда начинается с ощущения дискомфорта.

Мы, игроки против рынка, обязаны ловить падающие ножи — желатель-но осторожно и с мастерством. Вот почему идея справедливой стоимости так важна. Если наш взгляд на стоимость актива позволяет нам покупать, когда все остальные продают, и при этом мы оказываемся правы, это открывает путь к сверхдоходам без особого риска.

12

Самое важное — это... находить выгодные сделки

Лучшие возможности обычно таятся там, где большинство просто не станет искать.

Процесс разумного формирования портфеля заключается в покупке лучших бумаг, освобождении для них места за счет продажи менее ценных из них и отказе от приобретения худшего. Чтобы подготовиться к этому процессу, нужно составить список потенциальных активов; оценить их внутреннюю стоимость, понять, насколько текущие цены соответствуют этой внутренней стоимости, и осознать заложенные в них риски, а также влияние, которое эти риски окажут на формируемый портфель.

////////////////////////////////////

КРИСТОФЕР ДЭВИС: *Это отличное резюме.*

////////////////////////////////////

Первый шаг обычно состоит в том, чтобы убедиться, что обсуждаемый вариант соответствует неким абсолютным стандартам. Даже опытные инвесторы не всегда утверждают: «Я куплю что угодно, если оно достаточно дешево». Чаще они составляют список из кандидатов для инвестирования, удовлетворяющий минимальным критериям, и уже среди них ищут лучшие варианты. Об этом процессе мы и поговорим в этой главе.

Например, инвестор может сузить список вариантов, включив в него только те, которые лежат в приемлемых для него границах рискованности. Некоторые опасаются риска устаревания в быстро изменяющемся мире технологий; риска, что модный потребительский продукт утратит популярность; некоторые

активы могут оказаться за пределами компетенции конкретного инвестора. Какие-то компании могут оказаться неприемлемыми — либо из-за непредсказуемости всей отрасли, либо из-за непрозрачности финансового положения.

Впрочем, не так уж неразумно делать ставку на активы, связанные с определенной долей риска. По бумагам, которые рынок считает очень безопасными, часто оказывается совершенно не интересная доходность, но при этом высокодоходные бумаги могут содержать слишком большой риск даже для терпимых к нему инвесторов. Иными словами, бывают активы, которые инвесторы не купят, вне зависимости от их цены.

////////////////////////////////////
КРИСТОФЕР ДЭВИС: *Это хорошее дополнение предшествующих положений Маркса о цене и риске.*
 //////////////////////////////////////

Существуют не только риски, на которые не захотят пойти инвесторы, но и риски, на которые не захотят пойти клиенты этих инвесторов. В мире институциональных инвесторов управляющим редко говорят «Возьмите мои деньги и делайте с ними все, что хотите». Задача управляющего инвестициями — не просто делать капиталовложения с хорошим потенциалом доходов, но и давать клиентам то, о чем они просят, поскольку в основном институциональных инвесторов нанимают для выполнения специфических задач, связанных с определенным классом активов и стилем инвестирования.

////////////////////////////////////
КРИСТОФЕР ДЭВИС: *Это реалистичное описание работы управляющего инвестициями, но я все же считаю, что они не должны слишком перестраховываться, поскольку этот подход может легко превратиться в парализующий страх перед риском или противоречивыми сделками.*
 //////////////////////////////////////

Если клиент пришел к вам за одним видом активов, убедить его перейти к другому виду, каким бы привлекательным он ни казался, шансов мало.

Например, если управляющий предлагает свои услуги на основе опыта управления высококачественными акциями компаний с высокой

капитализацией, то бизнес компании подвергнется риску от инвестирования в высокотехнологичные стартапы.

Таким образом, инвесторы начинают формирование портфеля, выбирая из весьма ограниченного числа вариантов. Одни активы выглядят приемлемо, другие же — нет.



После определения «вероятного круга кандидатов» следующим шагом будет выбор вариантов из этого круга. Для этого нужно выявить варианты, которые предлагают самое выгодное соотношение доходности и риска, или лучшую стоимость денег. Именно это имел в виду Сид Коттл, редактор последних изданий «Анализа ценных бумаг» Грэхэма и Додда, когда говорил мне, что «инвестирование — это дисциплина относительного выбора». Этим выражением я пользуюсь уже 35 лет.

Простая фраза Сиды выражает две важные идеи. Во-первых, процесс инвестирования требует скрупулезности и дисциплины. Во-вторых, он в силу необходимости имеет сравнительный характер. Не важно, завышены или занижены цены, высокие или низкие предполагаются доходы, — нам нужно найти среди них лучшие варианты для инвестиций. Изменить рынок нельзя, поэтому, если мы хотим принять участие в его работе, единственный вариант — из существующих возможностей выбрать оптимальные.

Это относительные решения.



ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Имея определенный опыт в инвестициях, можно сравнивать текущие инвестиционные возможности, которые кажутся относительно выгодными, с выгодными сделками прошлого. Также текущие варианты можно сравнивать с потенциально выгодными сделками в будущем.*



Что же делает актив выдающимся — именно таким, который мы ищем? Как я уже говорил в главе 4, во многом это вопрос цены. Наша цель — найти

не столько хорошие активы, сколько хорошие покупки. Таким образом, важно не то, что вы покупаете, а то, за что вы платите.

////////////////////////////////////

КРИСТОФЕР РИСК: *Это связано с критериями выбора и оценки риска, о которых шла речь выше.*

////////////////////////////////////

И высококачественный, и низкокачественный актив может быть хорошим или плохим приобретением. Тенденция путать объективные достоинства с инвестиционными возможностями и неумение отличать хорошие активы от хороших покупок доставляют проблемы большинству инвесторов.

////////////////////////////////////

КРИСТОФЕР ДЭВИС: *Именно!*

////////////////////////////////////

Поскольку мы хотим сделать хорошие покупки, в этой главе я постараюсь объяснить, что же делает покупку хорошей. В целом это значит, что ее цена ниже внутренней стоимости, а потенциальная доходность высока по сравнению с риском. Как же так получается?

В главе 10 я описал ажиотаж вокруг акций технологических компаний, приводя эту ситуацию в качестве примера процесса, когда действительно разумная идея превращается в переоцененный «пузырь». Все обычно начинается с объективно привлекательного актива. Когда мнение людей о нем изменяется в лучшую сторону, его все чаще покупают. Это обеспечивает приток капитала, и цена повышается. Такое повышение считают признаком объективного достоинства инвестиции, поэтому покупки продолжают. Новые люди, услышав об этом активе впервые, присоединяются к предыдущим покупателям, так что восходящий тренд становится похожим на непрерывный благоприятный цикл. Это своеобразный конкурс популярности, в котором побеждает все тот же актив.

Если этот процесс продолжается достаточно долго и обретает достаточную силу, такой инвестиционный стиль порождает «пузыри». А «пузыри» приносят разумным инвесторам достаточно возможностей для продажи актива или даже для игры на понижение.

Процесс заключения выгодных сделок, как правило, носит прямо противоположный характер.

Чтобы найти выгодные варианты, важно понимать, почему актив не пользуется особой популярностью. Эта непопулярность не всегда является итогом тщательного анализа.

Более того, чаще всего этот процесс никак не связан с анализом. Важно помнить о психологических силах, управляющих им, и скачках популярности, которые с этим связаны. Итак, почему же цены оказываются ниже внутренней стоимости, а доходность — выше по сравнению с риском? Иными словами, почему актив может продаваться дешевле, чем должен?

- В отличие от активов, вызывающих всеобщий ажиотаж, потенциально выгодные предложения обычно содержат какой-то объективный недостаток. Например, сам класс активов может иметь свои слабости, компания может быть аутсайдером в своей отрасли, что-то не так с финансовой отчетностью, или же ценные бумаги не могут предоставить держателям достаточную структурную защиту.
- Поскольку процесс установления справедливых цен на эффективном рынке требует привлечения людей с аналитическим складом ума, способных мыслить объективно, выгодные предложения обычно иррациональны или основаны на недостаточном понимании. Таким образом, выгодные сделки часто совершаются, когда инвесторы либо не смогли дать справедливую оценку активу, либо ограничились поверхностным впечатлением, либо не преодолели предубеждение, осуждение толпы или традицию, не связанную с его внутренней стоимостью.
- В отличие от любимчиков рынка, непопулярные активы игнорируются или вызывают презрение. Если о них и вспоминают в СМИ или на коктейльных вечеринках, то самым нелестным образом.

////////////////////////////////////

СЕТ КЛАРМАН: В целом чем больше неприятие или отвращение, тем лучше сделка.

.....

- Обычно цена такого актива падает, так что те, кто мыслит поверхностно, думают: «Кому он такой нужен?» (Стоит повторить, что большинство инвесторов

склонны экстраполировать предыдущее поведение актива, ожидая продолжения тенденции, а не гораздо чаще происходящей регрессии к среднему. Те, кто мыслит поверхностно, склонны считать снижение цены тревожным знаком, а не констатацией того, что актив стал дешевле.)

- В результате выгодный актив — это обычно крайне непопулярный актив. От него происходит отток капитала (или, по крайней мере, не происходит притока), и никто не думает о его покупке.

Вот пример того, как образуются выгодные предложения, когда целый класс активов выходит из моды.

История облигаций за последние 60 лет — зеркальное отражение роста популярности акций. Впервые облигации ослабли, когда в 50–60-е годы прошлого века на первый план вышли акции, и к концу 1969 года еженедельный вестник данных по облигациям, который издавал First National City Bank, прекратил свое существование, его последний выпуск вышел с траурной рамкой.

Облигации пострадали от высоких процентных ставок в 70-е, и даже несмотря на постоянное падение процентных ставок в 80-е и 90-е облигации не могли сравниться по популярности с набирающими обороты обыкновенными акциями.

Во второй половине 90-х любые инвестиции в облигации, а не в акции казались тормозом, сдерживающим доходность. Я возглавлял инвестиционный комитет благотворительного фонда и был свидетелем того, как наша родственная компания в другом городе, много лет страдавшая от доли акций в портфеле к облигациям, равной 8:2, — перераспределила активы и полностью перешла в акции.

Я представлял себе, как типичный институциональный инвестор произносит следующее:

«У нас выделено немного места под фиксированную доходность. Не могу вам сказать почему. Так исторически сложилось. Это придумал мой предшественник, но мотивы, которыми он

руководствовался, теряются во тьме. Сейчас мы изучаем возможность сократить количество облигаций в портфеле».

Хотя интерес к покупке большего числа акций в текущем десятилетии оставался низким, облигации высокого класса тоже почти не привлекали капитала. Постоянное падение популярности облигаций было вызвано, среди прочего, решением ФРС во главе с Гринспеном* сохранить процентные ставки на низком уровне, чтобы стимулировать экономику и противостоять внешним шокам (например, проблеме 2000 года). Пока казначейские бумаги и облигации высокого класса приносили 3–4% годовых, они мало интересовали институциональных инвесторов, ориентированных на 8%.

ЗАМЕТКА «ПО КРОМКЕ», 10 сентября 2010 года

Через какое-то время владение облигациями сократилось достаточно, и у них появился отличный потенциал. Все, что потребовалось, — это изменение среды на ту, где безопасность стала бы цениться выше потенциала роста. Как обычно случается, после того как стоимость актива некоторое время повышалась, инвесторы внезапно осознали привлекательность облигаций и решили, что этих бумаг у них недостаточно. Эта закономерность регулярно приносит доходы тем, кто распознает ее раньше других.



Справедливо оцениваемые активы — не наша цель, поскольку разумно было бы заключить, что они приносят только лишь справедливые доходы с поправкой на риск. Разумеется, и переоцененные активы нам тоже не подходят.

Наша цель — найти недооцененные активы. Однако где же их искать?

Неплохо будет начать с тех, которые:

- малоизвестны и не до конца понятны;
- на первый взгляд весьма сомнительны;

* Алан Гринспен — американский экономист, председатель совета управляющих ФРС в 1987–2006 годах. *Прим. ред.*

- противоречивы, неприглядны или вызывают страх;
- считаются неподобающими для «респектабельных» портфелей;
- недооценены, непопулярны и нелюбимы;
- исторически приносят невысокую доходность;
- в последнее время стали предметом сокращения инвестиций, а не их наращивания.

////////////////////////////////////
ПОЛ ДЖОНСОН: Это замечательный список покупок.
 //////////////////////////////////

Вкратце я бы сказал, что необходимое условие существования выгодных сделок состоит в том, что они должны выглядеть хуже, чем есть. Это значит, что лучшие возможности обычно таятся там, куда большинство других инвесторов просто не смотрят. В конце концов, если всем нравится какой-либо актив и его с готовностью покупают, это едва ли будет выгодной сделкой.

Когда я в 1978 году с анализа акций переключился на управление портфелями в Citibank, мне повезло работать с классами активов, которые удовлетворяли нескольким или всем этим критериям. Сначала я занимался конвертируемыми ценными бумагами. В то время они считались стагнирующей и еще менее значимой областью рынка, чем сейчас. Поскольку они давали инвесторам преимущества как акций, так и облигаций, их выпуск был последним средством для самых слабых компаний, которые исчерпали все альтернативы (например, железнодорожные конгломераты и авиакомпания). Большинство инвесторов считало, что такие бумаги вносят ненужную сложность: в конце концов, если вам нужны характеристики акций и облигаций, почему бы просто не купить немного акций и немного облигаций? И если вам нравится компания, то почему бы не купить ее акции и получить доход, вместо того чтобы инвестировать в защитный гибридный актив? Что ж, когда «все» считают, что какой-то актив не имеет достоинств, вполне обосновано полагать, что он недооценен. Вот почему статья в BusinessWeek обо мне, вышедшая в 1984 году, содержала подзаголовок: «Настоящие мужчины не покупают конвертируемые бумаги, так что трусы вроде меня могут купить их по дешевке».

Позднее в 1978-м меня попросили создать фонд высокодоходных облигаций. Эти бумаги с низким рейтингом, носившие нелестное прозвище

«мусорных облигаций», не попадали под минимальные требования качества большинства инвестиционных институтов. «Мусорные» облигации всегда находятся под угрозой дефолта — как же можно считать их подходящими бумагами для пенсионных фондов или эндаументов?

А если фонд инвестировал в облигации компании со спекулятивным рейтингом, которые в дальнейшем падали в цене, как избежать стыда и порицаний за очевидно рискованный поступок?

////////////////////////////////////

КРИСТОФЕР ДЭВИС: *То же самое верно и для рисков негативного освещения в СМИ.*

////////////////////////////////////

Ключ к потенциалу этих бумаг можно найти в описании, которое одно рейтинговое агентство дало облигациям категории В: «чаще всего не обладают характеристиками желательного актива». Тут вы уже должны насторожиться и сразу же спросить, как можно отказываться сразу от целого потенциального класса инвестиций, даже не узнав о цене.

////////////////////////////////////

СЕТ КЛАРМАН: *Если смотреть шире, то это проблема всех рейтинговых агентств. Предполагаемая безопасность привлекает инвесторов, которые плохо сделали домашнюю работу и просто пошли на поводу у общественного мнения. Интересно, что падения рейтингов обычно случаются уже сильно после того, как рынки обнаружили существование проблемы, так что инвесторы, доверявшие рейтингам, остаются с носом и крупными убытками.*

////////////////////////////////////

Последующая история этих облигаций показывает, что если никто не владеет активом, то спрос на него (а следовательно, и цена) может только расти и даже переход из табуированных в едва приемлемые активы может принести хорошую доходность.

Наконец, в 1987 году мои партнеры Брюс Карш и Шелдон Стоун пришли ко мне с отличной идеей образовать фонд инвестиций в проблемные долговые

обязательства. Что может быть менее благоразумным и допустимым, чем инвестировать в облигации компаний, которые либо объявили себя банкротом, либо, по общему мнению, вот-вот это сделают? Кто будет вкладываться в компании, которые уже продемонстрировали отсутствие финансовой жизнеспособности и слабость руководства? Кто в здравом уме будет инвестировать в компании, пребывающие в свободном падении? Конечно, учитывая поведение инвесторов, любой актив, который в определенный момент считается худшим на рынке, с большой вероятностью будет и самым дешевым.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: *Это отличная лакмусовая бумажка для выявления выгодных сделок.*

////////////////////////////////////

Выгодные инвестиции необязательно как-то связаны с высоким качеством активов. Более того, активы дешевеют, когда людей отпугивает низкое качество. Каждый из этих классов активов соответствовал большинству или всем критериям, перечисленным в начале этой главы. Их мало кто знал, их не понимали и не ценили. Никто и слова доброго о них сказать не мог. Каждый из них представлял собой те некомфортные, специфические и неблагоразумно выглядящие капиталовложения, о которых в главе 11 говорил Дэвид Свенсен... тем самым каждый из них оказался отличным вариантом на ближайшие 20–30 лет.

Надеюсь, эти примеры достаточно хорошо иллюстрируют, где искать выгодные сделки.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Описание Маркса обрисовывает возможности как для инвестирования в стоимость, так и для ситуативного инвестирования в целом.*

////////////////////////////////////



Выгодные сделки являются чем-то вроде священного Грааля для инвесторов, поскольку приносят доход по удивительно низким ценам и обеспечивают тем самым необычайное соотношение доходности и риска. Подобные сделки не должны существовать на эффективных рынках по причинам, указанным в главе 2. Однако мой опыт говорит, что, хотя они и встречаются редко, силы, которые должны препятствовать их возникновению, явно не справляются со своей задачей.

Мы являемся активными инвесторами, поскольку считаем, что можем пре-
взойти рынок, выявив выдающиеся возможности. С другой стороны, многие из тех «выгодных сделок», которые нам предлагают, слишком хороши, чтобы быть правдой, — их необходимо избегать для успеха инвестиций. Поэтому, как и во многих других случаях, оптимизм активного инвестора должен уравновешиваться скепсисом, который вытекает из презумпции эффективности рынка.

Очевидно, что инвестор может ошибиться из-за психологической неустойчивости, аналитических просчетов или нежелания вступать на неизвестную территорию. Такие ошибки и создают тем, кто пользуется мышлением второго уровня, условия для выгодных сделок.

13

Самое важное — это... быть терпеливым

Рынок — не очень уступчивая система: он не принесет больших доходов только потому, что вы хотели бы их получить.

ПИТЕР БЕРНСТЕЙН

Цикл «бум — обвал», связанный с мировым финансовым кризисом, дал нам возможность продавать по сильно завышенным ценам в период с 2005-го по начало 2007 года, а затем покупать по паническим бросовым ценам в конце 2007-го и 2008 году. Во многих отношениях это был главный шанс в жизни. Игроки против рынка, понимающие значение циклов, имели прекрасную возможность отличиться. Однако в этой главе я хотел бы показать, что не всегда стоит действовать — иногда бывает выгодно проявить дальновидность и оставаться относительно пассивными. Терпеливый поиск возможностей в ожидании выгодных сделок часто оказывается лучшей стратегией.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: В этой главе вы найдете мудрые советы. Проблема в том, что многие инвесторы не понимают, что нужно для прироста стоимости портфеля, все исследования показывают, что большинство инвесторов проявляют избыточную активность при работе с портфелями. Поэтому иногда кажется, что люди совершенно лишены терпения.

////////////////////////////////////

Итак, вот совет: лучше подождать, пока инвестиционные идеи придут сами, чем за ними гоняться. Вы заключите более выгодную сделку, если будете

выбирать из списка мотивированных продавцов, а не придете на рынок с установкой что-то купить. Расчетливый человек покупает активы, которые предлагаются по низким ценам. В противном случае в этом нет ничего особенного.

Один из девизов Oaktree — «Мы не ищем инвестиции, они сами нас находят». Мы сидим сложа руки. Не выходим со «списком покупок», а ждем, когда зазвонит телефон. Если мы будем звонить владельцу и говорить «У вас есть X, и мы хотим его купить», цена тут же взлетит. Но если нам звонит сам владелец и говорит: «Нам надоел X, и мы хотим от него избавиться», цена пойдет вниз. Поэтому мы предпочитаем не начинать переговоры, а действовать по ситуации.

В любой момент существует четко определенная инвестиционная среда, и мы должны принять ее и действовать в ее рамках. Не всегда рынок находится в верхней точке или на экстремуме цикла, чтобы можно было сыграть против. Иногда жадность и страх, оптимизм и пессимизм, легковерие и скепсис уравнивают друг друга, и тогда явных ошибок никто не делает. Большинство активов в этом случае не переоценены или недооценены, а оцениваются довольно справедливо. В этом случае может и не оказаться хороших покупок по бросовым ценам или продаж по выгодной цене.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Это одно из самых сложных навыков профессионального инвестора — каждый день приходить на работу и ничего не делать.

////////////////////////////////////

Для успеха инвестиций необходимо понимать условия на рынке и принимать соответствующие решения. Можно действовать и по-другому: не понимать статус рынка; не обращать внимания на него и полагать, что этот статус каким-то образом можно изменить. Это не самые мудрые решения. Вполне разумно инвестировать в соответствии с обстоятельствами, в которых мы находимся. Всё остальное просто неразумно.

Я подхожу к этому с философской точки зрения.

В середине 60-х студенты Уортона должны были выбрать себе дополнительную специализацию, не связанную с бизнесом, и я записался на пять курсов по японистике. Удивительно, но за время

обучения они запомнились мне больше всего, а впоследствии внесли значительный вклад в мою инвестиционную философию.

Одна из ценностей, восхваляемых в традиционной культуре, называется *мудзё**. Классическое определение *мудзё* — понимание «вращения колеса закона», то есть принятие неизбежности изменений, взлетов и падений... Иными словами, *мудзё* означает, что циклы наступают и отступают, все приходит и уходит, наша среда меняется, и мы не можем это контролировать. Поэтому мы должны принять это, смириться и реагировать соответственно. А разве не в этом состоит суть инвестирования?

...Прошлое есть прошлое, его не изменишь. Оно породило обстоятельства, с которыми мы теперь имеем дело. Мы можем только признать существование этих обстоятельств и с их учетом принять лучшие решения из возможных.

ЗАМЕТКА «ЧТО ЕСТЬ, ТО ЕСТЬ»,

27 марта 2006 года

Уоррен Баффет использует более приземленную философию. Он ссылается не на *мудзё*, а на бейсбол.

В ежегодном отчете Berkshire Hathaway** за 1997 год Баффет говорил о Тедде Уильямсе, одном из лучших бэттеров (отбивающих) в истории бейсбола. Одним из факторов его успеха стало тщательное изучение собственной игры. Разбив зону страйка на 77 «клеток» размером с бейсбольный мяч и построив график своих результатов, он нашел оптимальную точку, в которой удар по мячу наиболее удачен. Конечно, даже зная это, он не мог дожидаться идеальной подачи; если бы он пропустил три удара, его бы просто вывели из игры.

Довольно давно, в выпуске Forbes за 1 ноября 1974 года, Баффет указывал, что у инвесторов в этом плане есть преимущество:

* Одна из основополагающих доктрин буддизма. В соответствии с ней всё в мире находится в постоянном движении и ничто не является неизменным. *Прим. ред.*

** Американская холдинговая компания Berkshire Hathaway, известная своим бесменным председателем Уорреном Баффетом. *Прим. ред.*

они могут пропустить раунд. Поскольку их нельзя заменить, инвесторы не чувствуют настоятельной необходимости действовать. Они могут отказываться от множества возможностей, пока не увидят единственную хорошую.

Инвестирование — это лучший бизнес в мире, поскольку вы не обязаны непременно отбивать мяч. Вы стоите у «дома»; питчер бросает вам General Motors по 47! U.S. Steel по 39! Но никто не требует отбивать. Никакого штрафа — просто вы отказываетесь от возможности. Вы целый день можете ждать подходящую подачу; затем, когда все филдеры уже уснули, вы делаете шаг вперед и отбиваете мяч.

ЗАМЕТКА «КАКОВА ВАША СТРАТЕГИЯ», 5 сентября 2003 года

////////////////////////////////////
ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Я часто вспоминаю эту аналогию (особенно когда меня одолевает лень).
////////////////////////////////////

Инвестирование хорошо еще и тем, что единственное реальное наказание в нем следует за убыточные вложения. За отказ от них можно ожидать только награды. И даже штраф за пропуск нескольких выигрывающих вариантов можно стерпеть.

////////////////////////////////////
СЕТ КЛАРМАН: Однако важно знать меру. Поставьте чрезмерно высокую планку — и вы уйдете с рынка на очень долгое время. Опустите планку слишком низко — и вы израсходуете весь капитал чуть ли не сразу, как будто у вас вообще нет никаких правил. Опыт и стороннее мышление помогают определить эти границы.
////////////////////////////////////

В чем состоит наказание за упущенные доходы? Инвесторы в основном соревнуются друг с другом, а результат измеряется деньгами. Поэтому никому особенно не хочется упускать выгодное дело.

Поскольку профессиональным инвесторам платят за управление чужими деньгами, ставки возрастают. Если они упускают слишком много возможностей и их доходы в благоприятное время слишком низкие, управляющие могут испытать давление со стороны клиентов и впоследствии утратить их доверие. Многое зависит от условий работы с клиентами.

////////////////////////////////////
КРИСТОФЕР ДЭВИС: *Главное в эффективной работе с клиентами — это снижение ожиданий.*
 //////////////////////////////////////

Oaktree всегда старался понятно объяснить, что упустить выгодную возможность не так страшно, как инвестировать в проигрышный вариант. Таким образом, наши клиенты готовы к результатам, при которых контроль риска значит больше, чем полное участие в доходах.

////////////////////////////////////
ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Можно изучить 50–70 активов, чтобы найти всего несколько хороших вариантов. Если мы купим шесть, которые сработают, и откажемся от 15, которые следовало бы купить, мы не будем расценивать это как ошибку.*
 //////////////////////////////////////



Итак, Баффет сравнивает ожидание возможностей со стоянием у «дома» с битой наготове. Бита должна наносить удар тогда и только тогда, когда подворачиваются возможности дохода с контролируемым риском. Один из способов проявлять избирательность в такой ситуации — постараться выяснить, к низким или высоким доходам располагает данная среда.

Несколько лет назад я придумал аллегория для среды с низкой доходностью. Она называлась «Кошка, дерево, рыбка и палка». Кошка — это инвестор, который вынужден работать в инвестиционной среде, частью которой является дерево. Рыбка — стимул мириться с дополнительным риском — более высокая доходность, которую обещают при более рискованных вложениях.

А палка — мотивация забыть о безопасности — это скромный уровень потенциальной доходности, который предлагают более надежные инвестиции.

Палка загоняет кошку на дерево, поскольку, если оставаться на земле, обеда не будет, а рыбка заставляет кошку лезть все выше и выше к более рискованным стратегиям в поисках обеда (желаемых доходов).

Палка и рыбка могут загнать кошку довольно высоко, и она окажется в опасном положении. Основной вывод отсюда таков: кошка гоняется за высокой доходностью даже в низкодходной среде и часто неосознанно имеет дело с последствиями — повышенным риском.

Инвесторы в облигации называют этот процесс «погоней за доходностью» или «погоней за заработком». Обычно он подразумевает инвестиции в более рискованные обязательства, когда доходность от более безопасных активов начинает падать; цель — достичь уровня доходности, к которой инвесторы привыкли до роста рынка.

Часто эти действия — принятие новых и более серьезных рисков для увеличения доходности — повторяются циклически. Девиз тех, кто гонится за доходами, вероятно, таков: «Если вы не можете получить необходимую доходность от безопасных инвестиций, попытайтесь получить ее рискованными инвестициями».

Мы видели, как это поведение проявилось в середине прошлого десятилетия:

(В дни до начала кредитного кризиса) инвесторы поддавались сладким песням сирены маржинальной торговли. Они брали в заем доли в дешевых краткосрочных фондах — чем короче срок, тем дешевле (можно было получить деньги по очень низкой цене, если вы готовы пообещать их выплачивать ежемесячно). И на эти деньги они приобретали активы, которые обещали высокую доходность, но были связаны или с отсутствием ликвидности, и/или с существенным риском. Институциональные инвесторы всего мира обсуждали заявление Уолл-стрит о существовании сразу двух «серебряных пуль», которые должны были приносить высокие доходы при низком риске, — секьюритизации и структурирования.

С первого взгляда эти инвестиции казались разумными. Они обещали достаточную доходность: доходы с покупок на заемные средства должны были окупить расходы на привлечение займа. Результаты должны были быть впечатляющими... если бы ничего не случилось.

Но, как обычно, погоня за доходами привела к ошибкам. Ожидаемая доходность казалась хорошей, но среди возможных исходов были и крайне неприятные. Успех многих методов и структур зависел от того, насколько будущее будет похоже на прошлое. А многие «современные чудеса», которые считались надежными, не были должным образом проверены.

ЗАМЕТКА «И НА ЭТОТ РАЗ НИЧЕГО НОВОГО», 17 декабря 2007 года

Примечательно, что многие ведущие инвесторы прошлого больше уже не являются ведущими (а некоторые уже и не инвесторы). Кого-то подвела организационная или бизнес-модель, другие не выдержали конкуренции, поскольку продолжали стремиться к высокой доходности в низкодоходной среде.

Нельзя создать инвестиционные возможности, если их просто нет. Самое глупое, что можно сделать, — это настаивать на высокой доходности: в процессе вы можете вообще ее лишиться. Если на рынке нет возможностей, они не появятся от того, что мы этого хотим. Когда цены высоки, будущая доходность неизбежно будет низкой (а риски — высокими).

////////////////////////////////////

КРИСТОФЕР ДЭВИС: *Еще раз повторим: высокая цена увеличивает уровень риска и снижает доходность.*

////////////////////////////////////

Одна эта фраза может служить хорошим руководством к необходимым действиям с портфелем. Как же применить эти наблюдения на практике?

В 2004 году я написал заметку под названием «Риск и доходность сегодня». В ней, как описано в главе 6, я написал, что линия рынка капитала полагая и расположена низко, то есть потенциальная доходность почти на всех рынках — едва ли не самая маленькая в истории, а также очень малы премии за риск; и если потенциальная доходность повысится, то, скорее всего,

благодаря снижению цен. Но возникает резонный вопрос: что с этим делать? Через несколько недель я предложил несколько вариантов.

Как вести себя на рынке, который, по всей вероятности, не сулит высоких доходов?

- *Инвестировать в надежде, что это не так.* Проблема, однако, в том, что «недостаточно чего-то сильно захотеть». Грубо говоря, бессмысленно ожидать традиционного уровня доходности, если повышение цены актива намекает, что это невозможно. Я обрадовался, получив в ответ на свою заметку письмо от Питера Бернштейна, в котором он высказал потрясающую мысль: «Рынок — очень неуступчивая система: он не принесет высоких доходов только потому, что вы хотели бы их получить».

////////////////////////////////////
ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Блестящее изречение.*
////////////////////////////////////

- *Все равно инвестировать* — пытаюсь получить приемлемую в данных обстоятельствах доходность, даже если в абсолютном выражении она не столь привлекательна.
- *Все равно инвестировать* — игнорируя кратковременный риск и нацеливаясь на долгосрочную перспективу. Это не так уж неразумно, особенно если вы смиритесь с тем, что времена на рынке непростые, тактическое размещение активов затруднительно.
- Но, прежде чем идти по этому пути, я предлагаю заручиться поддержкой инвестиционного комитета или других доверителей, которые подтвердят, что согласны игнорировать потери в ближайшей перспективе.
- *Иметь свободные деньги* — но это сложно для тех, кому нужно соответствовать актуарным допущениям или уровню затрат; кому важно, чтобы их деньги всегда «полностью использовались»; кто не может смириться с длительным пассивным ожиданием, пока другие делают деньги, или попросту может потерять из-за этого работу.

////////////////////////////////////

СЕТ КЛАРМАН: *В последнее время держать деньги настолько вышло из моды, что стало самой смелой инвестицией из возможных.*

////////////////////////////////////

- *Сосредоточить инвестиции на «отдельных нишах и отдельных людях», как я твержу вот уже пару лет. Но это становится сложнее с ростом размера портфеля. А найти менеджеров с выдающимися талантом, дисциплиной и стойкостью, безусловно, нелегко.*

Правда в том, что любой из этих вариантов не будет прост для инвесторов, столкнувшихся со скудными потенциальными доходами и премиями за риск. Но есть один образ действий, который я считаю классической ошибкой и крайне не рекомендую его придерживаться, — это погоня за доходами.

Учитывая сегодняшнюю невысокую прогнозируемую доходность в низкорискованном сегменте и ажиотаж вокруг решений в сегменте с высоким риском, многие инвесторы переводят капитал в более рискованные (или, по крайней мере, менее традиционные) инвестиции. Но они делают это в тот момент, когда их доходность ниже всего; премии за риск тоже оказываются самыми низкими; и теперь они соглашаются с тем, что отвергали (или недооценивали) раньше, когда доходность этих активов была гораздо выше. Такой момент может оказаться совершенно неподходящим для перехода на рискованные активы в поисках доходов. Нужно рисковать, когда остальные бегут от риска, а не когда они конкурируют с вами в рискованности вложений.

ЗАМЕТКА «И ТУТ ОПЯТЬ НАЧИНАЕТСЯ», 6 мая 2005 года

////////////////////////////////////

СЕТ КЛАРМАН: *Этот пример иллюстрирует один из недостатков инвестирования с требованием гарантированного дохода, как вынуждены делать корпоративные пенсионные фонды. Агрессивно пытаясь получить существенную доходность, вы не только*

не гарантирует ее себе, но и повышает вероятность того, что все более рискованные инвестиции повлекут за собой убытки, что только усугубит проблему.



Теперь ясно, что это было написано слишком рано. В мае 2005 года еще рано было сходиться с карусели — в самый раз это было сделать в мае 2007 года. Что ж, это хорошее напоминание о том, как болезненно бывает сильно опережать свое время. Впрочем, выйти из игры слишком рано, в мае 2005 года, все равно было гораздо лучше, чем остаться в ней после мая 2007 года.



ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Высокая стоимость часто может подняться еще выше и оставаться на этом уровне дольше ожидаемого, что вызывает постоянную фрустрацию у дисциплинированных и терпеливых инвесторов в стоимость.*



Я попытался ясно дать понять, что инвестиционная среда оказывает сильное влияние на доходность. Чтобы получить более высокую доходность в условиях низкодоходной среды, нужно уметь плыть против течения и находить относительно редких будущих победителей. Для этого необходимы исключительное мастерство, высокая терпимость к риску и удача.

Высокодоходная среда, с другой стороны, дает возможность получить отличную доходность благодаря покупкам по низкой цене, которые обычно можно сделать без особого риска. Например, во время кризисов 1990, 2002 и 2008 годов наши фонды получили необыкновенно высокие доходы — это произошло, на наш взгляд, благодаря инвестициям, убытки от которых были крайне маловероятны.

Лучшие возможности для приобретения наступают, когда держатели активов вынуждены продавать, а во время кризисов это случалось много раз. Время от времени держателям приходилось становиться продавцами по следующим причинам.

- Из фондов, которыми они управляли, массово выводились средства.
- Их портфели нарушали инвестиционные требования, например, в части минимальных кредитных рейтингов или позиционных максимумов.
- Они получали маржин-коллы, поскольку стоимость их активов не удовлетворяла условиям контрактов с заемщиками.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: *Маркс подразумевает, что инвесторы должны стремиться избегать ситуаций, когда они вынуждены продавать.*

////////////////////////////////////

Как я уже много раз говорил, настоящая цель активного управления инвестициями — покупать активы дешевле, чем они стоят. Теория эффективного рынка, однако, утверждает, что это невозможно. Это звучит убедительно: кто станет расставаться с активом по бросовой цене, особенно если потенциальный продавец — человек информированный и рациональный?

Обычно продавцы балансируют между поиском хорошей цены и желанием быстрее оформить сделку. У вынужденных же продавцов просто нет выбора. К их голове приставлен пистолет, и они должны продавать, не оглядываясь на цену. Эти четыре слова — *не оглядываясь на цену* — звучат как приговор, если вы контрагент в этой операции.

Если продавать вынужден один держатель, к нему слетятся десятки покупателей, так что цена будет снижена незначительно.

Но если царит хаос и множество людей вынуждены одновременно продавать, то мало кто сможет обеспечить им необходимую ликвидность.

Трудности, которые заставляют продавать, — резкое падение цен, списания по кредитам, страх среди клиентов или партнеров — оказывают одинаковое влияние на большинство инвесторов. В этом случае цены могут упасть значительно ниже внутренней стоимости. Великолепным примером нехватки ликвидности во время хаоса является четвертый квартал 2008 года. Сосредоточимся на ссудах ведущих банков, выдававшихся инвестиционным компаниям с внешним финансированием. Поскольку эти ссуды имели высокий рейтинг и кредит был широко доступен в докризисные годы, можно было легко получить большие суммы, на которые составлялись портфели из долговых инструментов, что увеличивало потенциальные доходы. Типичный инвестор «на грани», возможно,

согласился бы добавить капитал, если бы цена обеспечения упала ниже 85 центов за доллар: он успокоился бы при мысли, что в прошлом такие ссуды никогда не торговались сильно ниже «среднего», то есть 100 центов за доллар.

Когда грянул кредитный кризис, для держателей банковских ссуд с внешним финансированием все пошло прахом. (К тому же, поскольку доходность от этих якобы безопасных ссуд была слишком низкой, почти все покупатели прибегали к торговле на заемные средства, чтобы увеличить ожидаемую доходность.) Цены на ссуды упали. Ликвидность снизилась. Поскольку большая часть покупок делалась на заемные средства, сужение кредитного рынка оказало негативное воздействие на многих держателей акций. Число потенциальных продавцов сильно увеличилось, а покупатели за наличные исчезли. Поскольку кредиты стали недоступны, никто не мог прибегнуть к внешнему финансированию и купить выставленные на продажу активы. Цены упали до 95, потом до 90, потом до 85. Когда портфели достигли уровня, при котором условия договора не выполняются, банк отправил маржин-коллы. К тому моменту мало у кого остались ресурсы и нервы, чтобы увеличить капитал в этих условиях, так что банки завладели портфелями и распродали их. В это время распространение получило понятие BWIC*.

Инвесторов днем информировали о BWIC и предлагали им сделать ставки на аукционе следующим утром. Немногие потенциальные покупатели делали низкие ставки, надеясь заключить выгодные сделки (никто не боялся сделать слишком низкую ставку, потому что завтра наверняка можно было ожидать еще одного BWIC). А банков не заботило установление справедливой цены; они хотели получить хоть что-нибудь, чтобы закрыть ссуды (например, 75 или 80 центов на доллар). Все излишки поступали в распоряжение инвестора, но банки ничего и не хотели оставлять себе. Поэтому аукционы по BWIC проходили на исключительно низких ценах.

Цены на ссуды дошли до 60 с небольшим, и все держатели краткосрочных кредитов, которые не могли обеспечить притока дополнительного капитала, вероятно, разорились.

Цены продаж были просто смехотворны. Падение крупнейших заемных индексов в 2008 году оказалось даже больше, чем у индексов субординированных

* BWIC — bid wanted in competition, требуются конкурентные предложения на покупку. *Прим. ред.*

14

Самое важное — это... знать то, чего именно ты не знаешь

Есть два класса прогнозистов: те, кто не знает, и те, кто не знает, что они не знают.

ДЖОН ГЭЛБРЕЙТ

Страшно думать о том, что вы можете чего-то не знать, но гораздо страшнее думать, что миром в основном управляют люди, которые уверены, что точно знают, что происходит.

АМОС ТВЕРСКИ*

Есть два типа людей, которые теряют деньги: те, кто не знает ничего, и те, кто знает все.

ГЕНРИ КАУФМАН**

Я не случайно выбрал эти три цитаты в качестве эпиграфа. Уверенность в том, что наши знания ограничены, — необходимый компонент моего подхода к инвестированию. Я твердо уверен, что трудно предсказывать будущее в сфере макроэкономики и мало кто обладает такими знаниями о грядущем, которые можно было бы регулярно превращать в доход. Однако здесь нужно сделать две оговорки.

- Чем больше мы концентрируемся на мелочах, тем больше возможностей получить информацию, которая даст преимущество. Усердно работая, мы

* Амос Тверски — израильский психолог, пионер когнитивной науки. *Прим. ред.*

** Генри Кауфман — президент компании Henry Kaufman & Company, специализирующейся на финансовом консультировании. *Прим. ред.*

можем узнать больше других об определенных компаниях и ценных бумагах, а вот о рынках и экономиках — едва ли. Таким образом, я предлагаю попытаться «познать познаваемое».

- Из предыдущего правила есть исключение, о котором я подробнее буду говорить в следующей главе. Инвесторы должны попытаться понять, в какой точке движения маятника и в какой фазе цикла они находятся. Это не даст вам знания будущего, но поможет подготовиться к вероятным вариантам развития.

Я не буду пытаться доказать свое утверждение о непознаваемости будущего. Нельзя доказать отрицательное суждение, подобное этому. Однако я пока не встретил никого, кто постоянно был бы в курсе будущего макроэкономики.

Скажите честно, часто ли оказываются правы экономисты и стратеги, за прогнозами которых вы следите?

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: Эту главу я могу резюмировать так: будьте очень осторожны со своими прогнозами и еще осторожнее — с чужими! По своему опыту я знаю, что смысл этой главы особенно важно донести до студентов. Большинству из них под тридцать или чуть за тридцать, они чрезмерно уверены в своих возможностях, особенно в части предсказания будущего. Какие бы аргументы против точности прогнозирования я ни приводил, большинство из них обычно остаются при своем мнении. Уверен, что студенты — не единственные, кто выигрывает от понимания блестящего обоснования Марксом невозможности постоянного безошибочного прогнозирования.

////////////////////////////////////



Мои «исследования» в этой области (кавычки я использую, поскольку занимаясь этой сферой деятельности редко и случайно, так что серьезными исследованиями это не назовешь) состояли в основном из чтения прогнозов и фиксации их бесполезности. Я написал в итоге две заметки: «Ценность предсказаний, или Откуда только берутся эти дожди?» (15 февраля 1993 года) и «Ценность предсказаний II, или Дайте ему сигару» (22 августа 1996 года).

Во второй заметке я воспользовался данными из трех полугодичных опросов The Wall Street Journal, посвященных исследованиям полезности прогнозов.

Во-первых, точны ли прогнозы в целом? Ответ — определенно нет.

В среднем прогнозы по ставкам девяностодневных казначейских бумаг и тридцатилетним облигациям, а также по курсу иены к доллару, сделанные полгода и год назад, были ошибочными на 15%. Прогнозисты ошиблись в определении процентной ставки по долгосрочным облигациям на горизонте шести месяцев примерно на 96 базисных пунктов (эта ошибка была так велика, что облигации стоимостью 1000 долларов обесценились до 120 долларов).

Во-вторых, были ли эти прогнозы ценными? Предсказания полезнее всего, когда они качественно описывают будущие изменения. Если вы предсказываете, что перемен не будет, а на самом деле они происходят, вряд ли такой прогноз принесет вам много денег. Но точное предсказание изменений может быть очень доходным делом. В опросах The Wall Street Journal я заметил, что прогнозисты полностью упустили из виду несколько важнейших изменений (когда точные прогнозы помогли бы заработать или избежать убытков): повышение процентных ставок в 1994 и 1996 годах, падение их в 1995 году и значительные колебания курса доллара к иене. В целом взаимосвязей между предсказанными изменениями и действительно произошедшими практически не было.

В-третьих, каков был источник этих прогнозов? В большинстве случаев эти прогнозы основывались на экстраполивании. В среднем они примерно на 5% отклонялись от тех уровней, когда были сделаны. Как и многие, эти прогнозисты вели машину, устремив взгляд на зеркало заднего вида, что позволяло им рассказывать, как дела обстояли раньше, но не что будет дальше. Это напоминает старую присказку «трудно делать точные предсказания, особенно о будущем». Обратное тоже верно: предсказывать прошлое — невеликая заслуга.

В-четвертых, бывают ли прогнозисты хоть когда-нибудь правы? На этот вопрос можно уверенно ответить «да». Например, в каждом полугодовом прогнозе кто-то указывал на рост по тридцатилетним облигациям с точностью от 10 до 20 базисных пунктов, даже с учетом радикальных изменений процентной ставки. Победивший прогноз был гораздо точнее, чем консенсусный, который ошибался на 70–130 базисных пунктов.

В-пятых, если прогнозисты порой были правы — да еще и настолько точно, — то почему я так негативно отношусь к прогнозам? Потому что в прогнозировании важно попасть не один раз, а делать верные предсказания постоянно.

В 1996 году я написал заметку, где указывал на «два обстоятельства, которые заставят вас дважды подумать, прежде чем полагаться на прогнозы победителей». Во-первых, обычно они не делали успешных предсказаний в других случаях. Во-вторых, в половине случаев, когда их прогнозы не сбылись, они оказывались менее точными, чем даже самое ошибочное консенсусное мнение. Важнее всего, разумеется, не данные, а выводы из них (если, конечно, данные верны и могут быть обобщены), а также способ их получения.

Например, один из способов оказываться правым — это постоянно делать «бычьи» или «медвежьи» прогнозы: если не менять свою точку зрения достаточно долго, рано или поздно вы окажетесь точны. А если всегда идти против общественного мнения, со временем вас наверняка похвалят за исключительно необычный прогноз, в котором корректно предсказывалось то, чего не предвидели другие. Но это не будет значить, что ваши прогнозы всегда верны...

Можно оказаться правым относительно будущего в макроэкономике один раз, но нельзя всегда выдавать верные предсказания. Нет никакого смысла проводить исследование 64 прогнозов, среди которых только некоторые верны: надо знать заранее, какие из них правильны. А если правильные прогнозы каждые полгода делаются разными экономистами, сложно поверить в то, что коллективные предсказания имеют хоть какую-то ценность.

«ЦЕННОСТЬ ПРЕДСКАЗАНИЙ II, ИЛИ ДАЙТЕ ЕМУ СИГАРУ»,

22 августа 1996 года

Разговор о прогнозах предполагает дилемму: инвестиционные результаты будут полностью определяться тем, что произойдет в будущем, и, хотя мы более или менее достоверно можем предсказать, что будет происходить при «нормальном» течении дел, мы практически ничего не знаем о моментах, когда ход дел будет давать наибольшее преимущество.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: *Здесь Маркс рассказывает о великой дилемме инвестора.*

////////////////////////////////////

- Большую часть времени люди предсказывают будущее, считая, что оно будет очень похоже на недавнее прошлое.
- Они далеко не всегда оказываются неправы: в большинстве случаев будущее действительно очень похоже на недавнее прошлое.
- На основании этих двух пунктов можно заключить, что прогнозы большую часть времени сбываются: чаще всего экстраполяция недавнего опыта оказывается верной.
- Однако множество прогнозов, правильно экстраполирующих прошлый опыт, не имеют особой ценности. Не только прогнозисты, но и рынки обычно исходят из того, что будущее окажется похожим на прошлое, и формируют ценообразование с учетом этого. Поэтому, если будущее действительно будет похоже на прошлое, вряд ли на этом можно заработать много денег, даже если вы верно предсказали ход событий.
- Тем не менее однажды оказывается, что будущее сильно отличается от прошлого.
- И именно в этом случае точность прогноза имеет большую ценность.
- Но именно тогда прогнозы чаще всего оказываются неправильными.
- В эти ключевые моменты некоторые прогнозы все же оказываются правильными, что предполагает возможность верно предсказывать важные события. Однако чаще всего верные прогнозы делают разные прогнозисты.
- Подытожить все вышесказанное можно так: прогнозы в среднем не имеют особой ценности.

////////////////////////////////////
ПОЛ ДЖОНСОН: Эти девять пунктов — лучшее описание недостатков прогнозирования из всех, что мне встречались.
////////////////////////////////////

Если вам нужны доказательства, спросите себя: многие ли прогнозисты верно предсказали проблему низкокачественных ипотечных кредитов, глобальный кредитный кризис и всеобщий крах 2007–2008 годов? Возможно, вам придет в голову несколько фамилий. Тогда задайтесь вопросом, многие ли из этих людей сумели предугадать экономическое восстановление, которое медленно началось в 2009 году, и общий откат рынка в том же году. Думаю, ответ будет — «очень немногие».

И это не случайность. Те, кто сумел верно спрогнозировать кризис, возможно, хотя бы отчасти руководствовались негативными взглядами. Поэтому, возможно, они сохраняли пессимизм и относительно 2009 года. Общая польза от таких прогнозов была мала... хотя частично некоторые аналитики были правы относительно самых значительных финансовых событий за последние 80 лет.

Итак, ключевой вопрос — не «Бывают ли прогнозисты иногда правы?», а «Можно ли считать прогнозы в целом — или прогнозы одного человека — хотя бы по большей части достоверными и действенными?». Пожалуй, что никто не даст на этот вопрос положительного ответа.

Предсказание глобального кризиса 2007–2008 годов имело огромную потенциальную ценность. Но если вы видели, что оно исходит от человека, который бывает прав не всегда и чьи взгляды смещены в сторону пессимизма, то как бы вы действовали? В том-то и проблема с неустойчивыми прогнозами: они не то чтобы всегда неверны, но об их достоверности нельзя судить в достаточной мере, чтобы начать действовать на их основе.



Не секрет, что я скептически отношусь к прогнозистам и тем, кто решительно им доверяет. Более того, я придумал определение для таких людей. Большинство инвесторов, которые мне встречались, относятся к так называемой школе «я знаю». Определить их несложно.

- Они считают, что знание о будущем движении экономики, процентных ставок, рынков и популярных акций необходимо для успеха инвестиций.
- Они уверены, что такое знание достижимо.
- Они знают, что могут это сделать.
- Они понимают, что многие люди тоже пытаются достичь такого знания, но считают, что либо все могут одновременно достичь успеха, либо не всех ждет успех, но они в числе избранных.
- Они готовы инвестировать на основании своих мнений относительно будущего.

Никто не любит инвестировать в будущее, особенно с полным пониманием того, что оно по большей части непознаваемо.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: *Здесь Маркс формулирует главную проблему инвестиций и один из важнейших факторов, стимулирующих делать дальнейшие прогнозы.*

////////////////////////////////////

С другой стороны, если это верно, лучше смириться и искать другие способы инвестирования, не связанные с прогнозированием. Какие бы ограничения ни накладывал на нас мир инвестиций, гораздо лучше признать их и приспособиться, чем отрицать очевидное и продолжать движение к пропасти.

И да, еще одна важная вещь: главные проблемы обычно возникают, когда инвесторы забывают о разнице между вероятностью исхода и самим исходом, то есть об ограничениях предвидения:

- когда они считают, что форма распределения вероятностей точно известна (причем известна именно им);
- когда они считают, что обязательно случится самый вероятный вариант исхода;
- когда они полагают, что ожидаемый результат и настоящий результат — одно и то же;
- вероятно, самое важное: когда они игнорируют возможность невероятных результатов.

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: *Риск и неопределенность — это не то же самое, что убытки, но именно они готовят почву для убытков, когда все идет не так, как надо. Самые большие потери происходят, когда излишняя уверенность в своих способностях предсказывать побуждает инвесторов недооценивать количество вероятных исходов, невозможность наверняка определить, какой же исход будет реализован, и последствия этого сюрприза.*

////////////////////////////////////

Неблагоразумные инвесторы, не обращающие внимания на эти ограничения, обычно делают ошибки при формировании портфелей, что порой ведет к крупным убыткам. Так случилось в 2004–2007 годах: многие переоценили контролируемость и познаваемость возможных исходов и в связи с этим недооценили риск собственных действий.



Вопрос, стоит ли пытаться предсказать будущее, не связан с праздным любопытством или академическим интересом. Он оказывает — или должен оказывать — значительное влияние на инвестиционное поведение. Если вы занимаетесь деятельностью, связанной с принятием решений, имеющих определенные последствия в будущем, кажется совершенно очевидным, что вы будете вести себя по-разному в зависимости от вашего взгляда на предсказуемость будущего.

Один из ключевых вопросов, на который следует ответить инвесторам, звучит так: как вы считаете, можно ли предсказать будущее? Инвесторы, которые считают, что знают, что таит будущее, будут вести себя соответственно: выставят конкретные заявки, концентрировать активы, использовать заемные средства в расчете на будущий рост — иными словами, производить действия, которые при отсутствии точного знания сопряжены с риском. С другой стороны, те, кто считает, что не способен узнать будущее, будут действовать совершенно иначе: диверсификация, хеджирование, ограниченное применение кредитного плеча (или полный отказ от него), приоритет сегодняшней стоимости над завтрашним ростом, преобладание инвестирования в высокодоходные облигации над акциями, склонность учитывать различные возможные исходы.

Первая группа инвесторов демонстрировала гораздо более высокие результаты в годы, предшествовавшие краху. Однако вторая группа была лучше подготовлена к кризису. У них оказалось больше свободного капитала (и более крепкие нервы), чтобы получить прибыль от приобретений, сделанных в крайней нижней точке кризиса.

ЗАМЕТКА «ЛАКМУСОВЫЕ БУМАЖКИ», 10 ноября 2009 года

Если вы знаете будущее, глупо использовать защитную стратегию. Нужно действовать агрессивно, делая ставку на будущих победителей; в этом случае страшиться нечего.

Диверсификация тоже не нужна, и можно применять максимальное кредитное плечо. Более того, излишняя скромность при заранее известном исходе может попросту привести к упущенной выгоде.

С другой стороны, если вы не знаете, что таит в себе будущее, странно вести себя так, как будто вы это знаете. Возвращаясь к Амосу Тверски и его замечательному изречению, которое открывало эту главу, можно резюмировать ее так. Инвестирование в неизвестное будущее с позиций агностика может пугать, но если вы будущего не знаете, а ведете себя так, как будто бы оно вам известно, то это просто сумасшествие. Возможно, лучше всего это выразил Марк Твен: «Проблемы появляются не от того, что вы не знаете, а от того, что вы думаете, что знаете что-то, но при этом ошибаетесь». Переоценка того, что вы можете знать или делать, может оказаться чрезвычайно опасной не только в инвестировании, но и, например, в нейрохирургии или трансокеанических регатах. Понимая границы доступного — и действуя в этих границах, — вы можете получить серьезное преимущество.

15

Самое важное — это... осознавать, где мы находимся

Можно не знать, куда мы идем, но желательно понимать, где мы находимся.

Циклы рынка создают очень серьезные проблемы для инвесторов, учитывая, что:

- подъемы и спады неизбежны;
- они оказывают серьезное влияние на доходность наших инвестиций;
- они непредсказуемы по масштабам и особенно по продолжительности.

Итак, мы имеем дело с силой, оказывающей мощное воздействие, но при этом по большей части непознанной. Что в таком случае делать с циклами? Этот вопрос жизненно важен, а очевидные ответы на него, как это часто бывает, неправильны.

Один из таких ответов — не признавать непредсказуемость циклов, а удвоить усилия в попытках дать прогноз, затрачивая дополнительные ресурсы и активно полагаясь на собственные умозаключения.

Однако множество данных и весь мой опыт подсказывают, что единственное, что можно предсказать в отношении циклов, — это неизбежность их наступления. Лучшие инвестиционные результаты показывают те, кто обладает более глубокими знаниями, а пока что, к моему удовлетворению, не доказано, что многие могут знать достаточно о продолжительности и масштабах будущих циклов.

Другой вариант — признать, что будущее непредсказуемо, махнуть на все рукой и игнорировать циклы. Вместо того чтобы пытаться их предсказать,

нужно стараться совершать хорошие инвестиции и удерживать позиции. Поскольку мы не знаем, когда и как нужно себя вести и в какой момент времени наше инвестиционное поведение должно быть более агрессивным или более оборонительным, нужно просто инвестировать, не обращая внимания на циклы и их влияние.

Это так называемый подход «купить и держать».

Есть, однако, и третья возможность, и она, на мой взгляд, гораздо лучше двух предыдущих. Почему бы не попытаться понять, в какой точке цикла мы находимся и что это может значить для нас?

В мире инвестирования... нет ничего столь же надежного, как циклы. Фундаментальные показатели, психология, цены и доходность растут и падают, что предоставляет возможность как сделать ошибки, так и извлечь выгоду из ошибок других. Это данность.

Мы не знаем, как долго будет развиваться текущий тренд, когда он повернется в обратную сторону, почему это произойдет и насколько далеко качнется маятник в противоположном направлении. Но я уверен, что рано или поздно любая тенденция подходит к концу. Ничто не длится вечно.

Итак, что мы можем предпринять в этой ситуации? Если мы не знаем заранее, как и когда произойдут перемены, что же делать? Здесь я выскажусь жестко: можно не знать, куда мы идем, но лучше понимать, где мы находимся. То есть даже если мы не можем предсказать длительность и масштабы циклических колебаний, необходимо пытаться определить, в какой точке цикла мы находимся, и действовать в соответствии с этим.

ЗАМЕТКА «ЧТО ЕСТЬ, ТО ЕСТЬ», 27 марта 2006 года

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: *Я уважаю позицию Маркса в этом вопросе. Однако достичь этой цели вовсе не так просто, как он предполагает. Тем не менее в заметке ниже он предлагает разумный компромисс, который я считаю очень удобным.*

////////////////////////////////////



Было бы прекрасно уметь точно предсказывать колебания маятника и всегда двигаться в нужном направлении, но вряд ли это возможно. Я считаю, что гораздо разумнее быть настороже, когда рынок достигает крайних точек, изменять свое поведение соответствующим образом и — самое главное — не идти вместе с толпой: это погубило множество инвесторов в точках пика и спада.

ЗАМЕТКА «ПОКАЗАТЕЛИ ПЕРВОГО КВАРТАЛА», 11 апреля 1991 года

Я не хочу сказать, что если понять, в какой точке цикла мы находимся, то можно точно узнать, что произойдет дальше. Но я считаю, что такое понимание даст нам возможность в какой-то степени разобраться с будущими событиями и решить, что можно сделать и на что можно надеяться.



Когда я утверждаю, что наша позиция в настоящем (в отличие от будущего) познаваема, то не имею в виду, что это знание приходит само собой. Как и почти все остальное в инвестировании, это требует труда. Однако это возможно. Вот несколько идей, которые я считаю ключевыми в работе над этим.

Во-первых, нужно быть чуткими к происходящему. Философ Джордж Сантаяна* говорил: «Те, кто не помнит своего прошлого, обречены пережить его вновь». Я считаю примерно так же: тот, кто не думает о происходящем вокруг, обречен на трудности.

Узнать будущее очень сложно, а вот понять настоящее довольно легко. Нужно просто «измерить температуру рынка». Если мы внимательны и восприимчивы, мы можем уловить поведение окружающих и решить, что делать самим.

Ключевой ингредиент в этом рецепте — *логический вывод*, одно из моих любимых словосочетаний. Все мы видим, что происходит и как это освещают в новостях. Но многие ли пытаются понять, как эти повседневные события

* Джордж Сантаяна — американский философ и писатель испанского происхождения. *Прим. ред.*

отражаются на состоянии участников рынка и инвестиционном климате и как на них реагировать?

Проще говоря, мы должны стремиться понять последствия того, что происходит вокруг. Пока остальные беспечны, самоуверенны и агрессивны в покупках, следует быть крайне осторожными; пока остальные запуганы и бездействуют или в панике продают, мы должны стать агрессивными.

Итак, осмотритесь вокруг и спросите себя: оптимистично или пессимистично настроены инвесторы? Что советуют эксперты в СМИ: выходить на рынок или избегать этого? Новые инвестиционные схемы с готовностью принимаются или отвергаются? Предложение ценных бумаг и создание фондов считаются возможностью разбогатеть или потенциальными ловушками? Что кредитный цикл делает с капиталом — облегчает доступ к нему или усложняет до предела? Высокие ли коэффициенты Р/Е в исторической перспективе, велики ли спреды?

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: *Эти важные вопросы формируют своего рода контрольный список, с которым инвесторы могли бы сверяться для измерения температуры рынка.*

////////////////////////////////////

Все это важно и при этом не требует прогнозирования. Можно принять отличные инвестиционные решения на основании текущих наблюдений, так что необходимость строить догадки о будущем отпадает. Главное — замечать, что происходит вокруг, и строить свое поведение исходя из этого. Это не значит, что действовать так нужно ежедневно, но в крайних точках это становится очень важным.



2007–2008 годы можно считать болезненным временем для рынков и их участников или же главным опытом в нашей жизни. Конечно, плохого было много, но заикливаться на нем довольно бессмысленно. А вот понимание этого важного урока может многому научить любого инвестора. Не могу подыскать лучшего примера, чем этот разрушительный кризис, чтобы проиллюстрировать

важность точных наблюдений за настоящим и глупость попыток предсказывать будущее. Рассмотрим данную ситуацию подробнее.

Сейчас кажется очевидным, что период, который привел к началу мирового финансового кризиса в середине 2007 года, был временем неограниченного риска. К облигациям и акциям отношение было прохладным, и деньги текли в «альтернативные вложения» — например, на рынок прямых инвестиций, причем в таких объемах, что эти альтернативы были обречены на провал. Никто не сомневался, что дома и другие объекты недвижимости обеспечат гарантированную доходность и подушку безопасности от инфляции. А слишком простой доступ к капиталу по низким ставкам и с не особенно жесткими условиями позволял использовать заемные средства в объемах, которые, как оказалось, были попросту избыточны.

Понимания риска постфактум недостаточно. Вопрос состоит в том, могли ли внимательность и логические выводы помочь смягчить удар кризиса 2007–2008 годов. Вот некоторые индикаторы того, что рынок перегрет, которые мы заметили в то время.

- Выпуск высокодоходных облигаций и выдача низкокачественных займов производились в рекордных объемах.
- Необычайно высокий объем выпуска высокодоходных облигаций низкого рейтинга CCC, при котором новые облигации обычно в больших количествах не продаются.
- Выпуск долговых обязательств в целях получения денег для выплат был привычным делом. В обычной ситуации подобные операции, которые ставят под удар эмитентов и ничего не дают кредиторам, почти невозможны.
- Долговые обязательства часто выпускались с купонами, которые можно было оплачивать другими долговыми обязательствами, при этом у кредиторов не было почти никакой защиты.
- Когда-то редко встречающийся кредитный рейтинг AAA присваивался тысячам траншей непроверенных структурных продуктов.
- Финансируемые выкупы проходили при увеличении денежных потоков и кредитного плеча. В среднем компании в 2007 году платили на 50% больше за наличный доллар, чем в 2001 году.
- Выкупы совершались и в компаниях из отраслей с высокой цикличностью, например в таких, как производство полупроводников. В более

скептические времена инвесторы отрицательно смотрят на сочетание кредитного плеча и цикличности.

Принимая все это во внимание, можно было сделать четкий вывод: наблюдалась конкуренция между поставщиками капитала, которые облегчали условия, снижали процентные ставки и не требовали адекватной защиты и компенсаций за риск. Самые страшные слова для разумного инвестора — слишком много денег, слишком мало сделок — исключительно удачно описывали рыночные условия того времени.

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: *Когда покупатели конкурируют за то, чтобы вбросить на рынок большие объемы капитала, цены растут по сравнению с внутренней стоимостью, ожидаемая доходность уменьшается, а риск увеличивается. Только в том случае, если покупателей оказывается существенно больше, чем продавцов, активы могут оказаться сильно переоценены. Поэтому предупреждающие знаки легко заметить.*

////////////////////////////////////

Несложно понять, в каких ситуациях на рынке присутствует переизбыток капитала. Увеличивается количество сделок, упрощается процесс их заключения; снижается стоимость капитала; цена покупаемых активов растет с каждой следующей операцией. Именно поток капитала и обуславливает все это.

Если вы производите автомобили и хотите в долгосрочной перспективе продавать их больше (то есть отвоевать постоянную долю на рынке у конкурентов), вы пытаетесь сделать свой продукт лучше... Вот почему — так или иначе — большинство рекламных объявлений акцентирует внимание на том, что «наш продукт лучше». Однако есть продукты, которые нельзя качественно изменить, и экономисты называют их «товарными активами». Это продукты, по отношению к которым предложение одного продавца не очень отличается от предложения других. В этой сфере можно упирать только на цену, а каждый покупатель, разумеется,

хочет заплатить поменьше. Поэтому, если вы занимаетесь товарными активами и хотите продавать больше, есть только один способ этого добиться: снизить цену...

Удобно считать сами деньги таким вот товарным активом. Между капиталом разных поставщиков почти нет разницы. Однако как финансовые институты, стремящиеся повысить объемы выдачи кредитов, так и фонды прямых инвестиций и хедж-фонды, стремящиеся увеличить свою комиссию, хотят обеспечить большее движение капитала. Поэтому, если вы хотите размещать больше денег (чтобы за финансированием шли к вам, а не к конкурентам), нужно сделать их более дешевыми.

Один из способов снизить их стоимость — понижение процентной ставки. И чуть более тонкий способ — согласиться на более высокую цену того, что вы покупаете, то есть платить больше за обыкновенную акцию или бóльшую общую стоимость при покупке всей компании. Однако в любом случае вы соглашаетесь на снижение доходности в перспективе.

ЗАМЕТКА «ГОНКА КО ДНУ», 17 февраля 2007 года

Во время этого опасного периода инвесторы, если бы они были внимательны, могли бы заметить тенденцию сдвига от скепсиса к доверчивости по отношению к тому, что я ранее называл серебряной пулей или беспроигрышным вложением. Разумные инвесторы отметили бы повышение спроса на серебряные пули — следовательно, жадность на данном этапе превышала страх, что означало установление нескептического, а следовательно, рискованного рынка.

Хедж-фонды рассматривались в последнее десятилетие как верное дело, особенно так называемые фонды абсолютной доходности. Это были фонды, использующие короткие/длинные позиции или арбитраж. Они не гнались за высокой доходностью, делая «направленные» ставки в соответствии с трендами рынка. Они упирали на искусство управляющих или высокие технологии, которые позволяли им добиваться устойчивой доходности на уровне 8–11% независимо от состояния рынка.

Однако немногие понимали, что получение настолько устойчивой доходности такого размера было просто феноменальным — «слишком хорошо,

чтобы быть правдой». (N.B.: именно так якобы зарабатывал Бернард Мейдофф*.)

Слишком немногие интересовались: откуда взялось столько талантливых управляющих, способных на такие чудеса, даже с вычетом серьезных процентов за управление и премий, сколько денег можно заработать таким образом и как ставки с высоким кредитным плечом и небольшими статистическими отклонениями поведут себя в неблагоприятной среде. (В трудном 2008 году термин «абсолютная доходность» кто только не использовал: среднестатистический фонд терял примерно 18%.)

Как подробно описывалось в главе 6, в то время всем рассказывали, что риска больше не существует — его исключили посредством новейших инструментов: секьюритизации, транширования, прогрессивных продаж, избавления от посредников и от дублирования функций.

На транширование стоит обратить особое внимание. Оно заключается в присвоении портфелям и денежным потокам различных уровней старшинства. Владельцы верхнего уровня получают доход первыми; поэтому они лучше защищены, но соглашаются на меньшую доходность. Те же, кто предпочел нижний уровень, находятся в наиболее рискованной позиции, но в обмен на это они получают потенциально более высокие доходы с остатка капитала, который сохранился после востребования предыдущих траншей.

В 2004–2007 годы возникло убеждение в том, что, если разделить риск на небольшие порции и продавать эти порции инвесторам, лучше всего подготовленным именно для этих условий, то риск исчезнет. Кажется настоящим волшебством. Поэтому ничего удивительного, что секьюритизация посредством деления на транши, на которую возлагали столько надежд, стала источником самых ужасных крахов: в инвестировании чудес не бывает.

Фонды абсолютной доходности, дешевые заемные средства, безрисковые инвестиции в недвижимость и траншированные долговые инструменты были на пике моды. Разумеется, ошибочность всего этого стала ясна в августе 2007 года. Оказалось, что риск не устранен — более того, он усилился из-за чрезмерной доверчивости и недостатка скепсиса инвесторов.

* Бернард Мейдофф — американский бизнесмен, бывший председатель совета директоров NASDAQ. *Прим. ред.*

Период 2004-го — середины 2007 годов дал инвесторам прекрасную возможность показать хорошие результаты, сократив риски. Нужно было просто быть внимательным, чтобы понять, что происходит, и действовать достаточно уверенно. Необходимо было просто измерить температуру рынка во время перегретого периода и отказаться от игры, когда эта температура поднималась. Те, кому удалось так поступить, продемонстрировали принципы игры против рынка, о которых говорилось в главе 11. Инвесторы, пошедшие против рынка, сократившие риски и принявшие иные меры предосторожности, во время кризиса 2008 года потеряли меньше и оказались лучше подготовлены к тому, чтобы извлечь выгоду из многочисленных возможностей, созданных во время него.



Мало найдется областей, в которых тактические и стратегические решения не связаны с тем, что мы видим в окружающем мире. То, с какой скоростью мы едем, зависит от степени загруженности дороги. Игрок в гольф выбирает клюшку в зависимости от ветра. Почему же наши инвестиции не должны зависеть от инвестиционного климата? Большинство людей пытаются компоновать свои портфели на основании того, что, по их мнению, ожидает нас впереди. В то же время, однако, те же самые люди, скорее всего, признают, что наша способность предвидеть будущее не очень-то велика. Вот почему я упираю на текущую реальность и умение делать из нее выводы, а не на ясновидение.

ЗАМЕТКА «ЧТО ЕСТЬ, ТО ЕСТЬ», 27 марта 2006 года

Руководство по оценке рынка для бедняка

Вот простое упражнение, которое может помочь вам измерить температуру рынка в будущем. Я перечислил ряд характеристик рынка. В каждой паре выберите ту характеристику, которая, на ваш взгляд, наилучшим образом соответствует сегодняшнему дню. И если вы, как и я, обнаружите, что в левой колонке отметок больше, оставьте кошелек при себе.

Экономика:	Бодрая	Вялая
Перспективы:	Положительные	Отрицательные
Кредиторы:	Готовы кредитовать	Не готовы кредитовать
Рынки капитала:	Свободные	Жесткие
Капитал:	Изобилие	Недостаток
Условия:	Простые	Сложные, с оговорками
Процентные ставки:	Низкие	Высокие
Спреды:	Небольшие	Большие
Инвесторы:	Оптимистичные	Пессимистичные
	Полные надежд	Скептические
	Готовые покупать	Не заинтересованные в покупках
Владельцы активов:	Готовы держать	Стремятся избавиться
Продавцы:	Мало	Много
Рынки:	Заполненные	Жаждающие внимания
Фонды:	Трудно пробиться	Открыты всем
	Новые возникают ежедневно	Только лучшие могут получить деньги
	Главные партнеры держат все при себе	Партнеры с ограничен- ной ответственностью имеют возможности для торга
Последние результаты:	Сильные	Слабые
Цены активов:	Высокие	Низкие
Перспективная доходность:	Низкая	Высокая
Риск:	Высокий	Низкий
Качества участников рынка:	Агрессивность	Сдержанность и дисциплина
	Широкий доступ	Избирательность

ЗАМЕТКА «ЧТО ЕСТЬ, ТО ЕСТЬ», 27 марта 2006 года

////////////////////////////////////

КРИСТОФЕР ДЭВИС: Эта таблица станет еще полезнее, если доба-
вить оценки по шкале от 1 до 5 в каждой категории с возможностью

16

Самое важное — это... осознавать роль удачи

Рано или поздно кто-нибудь рискует, делая ставку на маловероятный исход, и после выигрыша кажется гением. Но нужно понимать, что это произошло благодаря удаче и смелости, но не умениям.

Мир инвестиций нельзя назвать упорядоченным и логичным, в нем невозможно точно предсказать будущее, а определенные действия не всегда приводят к ожидаемым результатам. На самом деле, успех инвестиций часто определяется удачей. Кто-то называет это *шансом*, кто-то — *случайностью*, и эти слова звучат сложнее, чем удача. Но сути дела это не меняет: успех всей инвестиционной деятельности во многом определяется броском игральной кости.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: Для меня тема этой главы такова: научитесь быть честными с собой, объясняя причины успехов и неудач. Научитесь распознавать роль, которую в этом процессе играет удача. Научитесь понимать, какие результаты вызваны умениями, а какие — удачей. Пока мы не научимся определять подлинный источник успеха, мы так и останемся одураченными случайностью.

////////////////////////////////////

Для более подробного изучения понятия удачи в этой главе я хочу воспользоваться некоторыми идеями, выдвинутыми Нассимом Талебом в его книге «Одураченные случайностью». Некоторые идеи приходили мне в голову еще до того, как я ее прочитал, но книга Талеба собрала для меня все

воедино и выстроила в четкую систему. Я считаю ее одной из самых важных книг, какие только может прочесть инвестор.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: Я тоже большой поклонник работы Нассима Талеба, к которой Маркс обращается в этой главе. Особенно мне нравится концепция альтернативных историй Талеба, которую Марксу удалось успешно внедрить в свою инвестиционную философию.

////////////////////////////////////

Некоторые идеи Талеба я позаимствовал еще для заметки 2002 года под названием «Доход, и откуда он берется», в которую вошли отрывки из «Одурченных случайностью», обозначенные курсивом.

Случайность (или удача) играет большую роль в нашей жизни. Успехи или неудачи, которые стали итогом случайностей, важно отделять от закономерных событий.

Таким образом, думая о том, повторится ли успех инвестиции, необходимо изучить роль случайности в действиях управляющего и определить, что стало причиной такого результата: талант или просто удача.

10 миллионов долларов, полученных в «русской рулетке», имеют иную ценность, чем 10 миллионов долларов, заработанных старательным и искусным стоматологом за время долгой практики. На одни и те же деньги можно купить одни и те же вещи; разница лишь в том, что одни больше зависят от случайности, чем другие. Для бухгалтера, впрочем, они идентичны... Но в глубине души я не могу считать их качественно одинаковыми.

Каждый результат следует оценивать в свете других возможных исходов — Талеб называет их «альтернативными историями», — которые могли бы произойти с тем же успехом, что и «явные истории», которые случились на деле.

Конечно, мой способ суждения о вещах по природе своей основан на вероятностях; он учитывает все, что могло бы произойти...

Если мы и знаем о них [великих полководцах и изобретателях], то только потому, что они сильно рисковали, как и тысячи других, но так вышло, что победили. Они были умны, отважны, благородны (временами), обладали максимально высоким для их времени уровнем культуры — таким же, как и тысячи других, кто живет в заплесневелых сносках истории.

Рано или поздно кто-нибудь рискует, делая ставку на маловероятный исход, и после выигрыша кажется гением. Но нужно понимать, что это произошло благодаря удаче и смелости, но не умениям.

Представьте себе агрессивного игрока в нарды, который не может выиграть, если не выбросит двойную шестерку, что может произойти лишь в одном из 36 случаев.

Этот игрок удваивает ставку и оказывается победителем. Его шаг, скорее всего, был не самым разумным, но, поскольку все сработало, остальные считают его блестящим игроком. Тут нужно оценить, насколько вероятно было выпадение другой комбинации, не пары шестерок, и понять, насколько везучим должен был оказаться игрок, чтобы победить. Это многое скажет о способности игрока выигрывать снова...

В краткосрочной перспективе успех инвестиций во многом может определяться тем, что человек оказался в нужное время в нужном месте. Я всегда говорю, что ключ к успеху — это агрессивность, расчет времени и талант, а тому, кто в правильное время проявил достаточно агрессивности, и талант особо не нужен.

Наиболее успешные трейдеры, скорее всего, просто лучшие приспособлены к текущему рыночному циклу. Со стоматологами или пианистами это нечасто случается, их профессии имеют больший иммунитет к случайности.

Особенно легко заметить это, когда рынок растет. Самые высокие доходы получают те, кто идет на наибольший риск. Это никак не доказывает то, что они действительно лучшие инвесторы.

Предисловие Уоррена Баффета к четвертому дополненному изданию книги «Разумный инвестор» описывает конкурс, в котором каждый из 225 миллионов американцев начинает с одного доллара и раз в день подбрасывает монетку. В первый день выигравшие забирают доллар у проигравших, после чего снова подбрасывают монетку на следующий день и так далее. Через десять дней оказывается, что 220 тысяч человек сумели выиграть десять дней подряд и получили за это по 1000 долларов. «Они могут стремиться быть скромными, но на коктейльных вечеринках порой признаются привлекательным особам противоположного пола, что владеют особой техникой и могут поделиться удивительными советами в области подбрасывания монетки». Еще через десять дней остается 215 человек, которые оказались правы 20 раз подряд и таким образом заработали по миллиону. Они пишут книги под названием «Как я превратил один доллар в миллион за двадцать дней, работая по тридцать секунд по утрам» и продают билеты на семинары. Звучит знакомо, правда?

Итак, трудно переоценить тот вклад (или ущерб), который вносит в инвестиционные результаты случайность. В итоге риски, которые скрываются в таких сверхуспешных на вид стратегиях, часто недооцениваются.

Хороший способ резюмировать взгляды Талеба — позаимствовать таблицу из его же книги. В первом столбце указаны понятия, которые легко можно перепутать с понятиями из второго столбца.

<i>Удача</i>	<i>Способности</i>
<i>Случайность</i>	<i>Детерминизм</i>
<i>Вероятность</i>	<i>Определенность</i>
<i>Вера, предположение</i>	<i>Знания, уверенность</i>
<i>Теория</i>	<i>Реальность</i>

<i>Забавный эпизод, совпадение</i>	<i>Причинно-следственная связь, закон</i>
<i>Ошибка выживаемости</i>	<i>Результаты лучше рынка</i>
<i>Везучий глупец</i>	<i>Способный инвестор</i>

Я считаю это разделение блестящим. Все мы знаем: когда все идет как надо, удача кажется проявлением способности. Совпадение представляется причинно-следственной связью. «Везучий глупец» выглядит способным инвестором. Конечно, понимание того, что случайность может привести к таким результатам, не позволяет проще улавливать разницу между везучими и способными инвесторами.

////////////////////////////////////

СЕТ КЛАРМАН: Вот почему так важно смотреть не за результатами инвесторов, а за тем, что они делают для их достижения. Насколько такие решения разумны и воспроизводимы? Почему конкуренты не воспользовались теми же проявлениями неэффективности рынка, которые сделали возможным успех этих инвесторов?

////////////////////////////////////

Но все-таки нужно пытаться.

Я понял, что согласен практически со всеми важнейшими утверждениями Талеба.

- Инвесторы постоянно оказываются правыми (и неправыми) «из-за неправильного обоснования». Человек покупает какие-либо акции, потому что ожидает определенного развития событий, но этого не происходит. Тем не менее рынок все равно толкает цену вверх, и инвестор представляется в выгодном свете (и получает похвалы за свои действия).
- О верности решения нельзя судить по результатам.
- Тем не менее именно так их в основном и оценивают. Хорошее решение оптимально для того времени, когда оно было принято, когда будущее по определению было неизвестно. Таким

образом, правильные решения часто оказываются неудачными и наоборот.

- Случайность может привести к абсолютно любому результату в краткосрочной перспективе. В портфелях, которые полностью повторяют движение рынка, непредсказуемые колебания могут полностью нивелировать искусство управляющего (или его отсутствие). Но динамика рынка определенно не является заслугой управляющего (если только он не получает раз за разом стабильно хорошие результаты).
- Поэтому инвесторы часто обретают репутацию, которой не заслуживают. Одного успеха достаточно для создания репутации, но один-единственный успех, разумеется, может быть результатом случайности. Мало кто из таких «гениев» оказывается прав более одного-двух раз подряд.
- Таким образом, чтобы судить о способностях того или иного управляющего, необходимы опыт и данные наблюдений за много лет.

ЗАМЕТКА «ДОХОД, И ОТКУДА ОН БЕРЕТСЯ», 11 ноября 2002 года



Идея Талеба об «альтернативных историях» — других возможных вариантах развития событий — очень привлекательна и к тому же очень важна в инвестировании.

Большинство людей понимают, что будущее полно неопределенности, но считают, что уж по крайней мере прошлое известно и неизменно. В конце концов, прошлое — это история, абсолютная и неизменная. Но Талеб указывает, что случившееся — это лишь небольшая часть всего того, что *могло* случиться. Поэтому хорошо сработавший при определенных обстоятельствах прием необязательно означает, что в его основе лежало правильное предположение. Возможно, успех принесло совершенно невероятное событие, которое стоит отнести к удаче. В этом случае решение, каким бы успешным оно ни оказалось, могло на самом деле быть неразумным, и многие другие возможные варианты развития событий легко бы это доказали.

Насколько можно считать заслугой решение сделать ставку на маловероятное событие, которое тем не менее, к счастью инвестора, произошло? Хороший вопрос, который стоит рассмотреть внимательно.

Одна из первых вещей, которой я научился сразу после поступления в Уортонскую школу бизнеса, была такой: качество решения не определяется результатом. События, происходящие в будущем, делают решения удачными или неудачными и часто не имеют ничего общего с нашими ожиданиями. В этом я еще больше убедился, когда читал книгу Талеба. Он подчеркивает способность случайных событий вознаграждать за ошибочные решения и наказывать за правильные.

Что же такое мудрое решение? Допустим, кто-нибудь решил построить в Майами лыжный курорт; через три месяца на юг Флориды налетает пурга, оставляя после себя три с половиной метра снега. В первый сезон лыжный курорт приносит солидную прибыль. Значит ли это, что его строительство было мудрым решением? Нет.

Мудрое решение — это осмысленное и разумное решение, которое должно быть принято человеком *в текущих обстоятельствах, до того как исход становится известен*. Согласно этому определению, постройка лыжного курорта в Майами — просто глупость.

Как и в случае с риском потерь, о правильности решения нельзя судить или знать наперед. Даже постфактум порой трудно бывает разобраться, кто принял хорошее решение на основе качественного анализа, но понес убытки из-за роковой случайности, а кто воспользовался шансом. Таким образом, сложно понять, чье решение было лучшим. С другой стороны, историческую доходность оценить легко, так что сразу понятно, чье решение было самым *доходным*. Спутать эти две характеристики очень легко, однако мудрые инвесторы должны хорошо понимать разницу между ними.

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: Этот факт может показаться противоречивым, но он чрезвычайно важен: учитывая случайности и вариативность, господствующие в нашей среде, часто хорошие решения не работают, а плохие оказываются успешными. Особенно часто инвесторы оказываются «правы с неправильным обоснованием» и наоборот. Нельзя расстраиваться и пытаться убеждать себя, что

ваши хорошие решения были ошибками (если только таких случаев не наберется слишком много — тогда стоит рассмотреть и эту возможность).



В долгосрочной перспективе нет причин сомневаться в том, что хорошие решения приведут к доходам от инвестиций. Однако на коротком временном отрезке нужно стойко переносить неудачи.



ПОЛ ДЖОНСОН: *Мне нравится это наблюдение. В нем столько истины!*



Поскольку инвесторы школы «я знаю», описанной в главе 14, считают, что будущее возможно предсказать, на основе своих прогнозов они формируют портфели, нацеленные на получение максимальной доходности при реализации одного сценария, практически не обращая внимания на другие исходы. Оптимизаторы же отдельных частей процесса, приверженцы школы «я не знаю», напротив, стремятся так собирать портфели, чтобы они хорошо проявляли себя в правдоподобных, по их мнению, сценариях и не слишком много теряли при реализации остальных вариантов.

Инвесторы, которые принадлежат к школе «я знаю», когда угадывают, как упадет кубик, приписывают свои успехи проницательному видению будущего, а провалы считают следствием неудачного стечения обстоятельств. Когда они оказываются правы, следует задать вопрос: «Действительно ли они могли предвидеть будущее или нет?» Так как инвесторы школы «я не знаю» придерживаются вероятностного подхода, они понимают, что результат во многом определяется волей богов, так что вклад в него инвесторов — особенно в краткосрочной перспективе — довольно ограничен.

Школа «я знаю» быстро и уверенно делит своих членов на победителей и проигравших на основании первых двух бросков кубика. Инвесторы школы «я не знаю» понимают, что об их умении нужно судить по большому

количеству наблюдений (хоть и период между двумя соседними наблюдениями может быть весьма продолжительный). Поэтому они соглашаются с тем, что их осторожный подход, основанный на частичной оптимизации, может в течение какого-то времени приносить весьма посредственные результаты, но считают, что в долгосрочной перспективе их инвестиционные таланты проявятся сполна.

Доходы и убытки в краткосрочном периоде могут ввести в заблуждение, поскольку ни то, ни другое не свидетельствует о таланте инвестора или его отсутствии.

////////////////////////////////////
ПОЛ ДЖОНСОН: Отличная фраза. А ведь сколько инвесторов совершали эту ошибку!
 //////////////////////////////////////

Удивительно, но хорошая и плохая доходность — это зачастую стороны одной медали. Один год отличной доходности может стать причиной того, что мы можем переоценить способности управляющего и недооценить риски, на которые он пошел. Однако все удивляются, когда за удачным годом следует убыточный. Инвесторы постоянно забывают не только о том, что и краткосрочные доходы, и краткосрочные убытки вводят в заблуждение, но и о том, что только с помощью тщательного анализа можно понять, что лежит в их основе.

Доходность инвестиций — это то, что происходит с портфелем с течением времени. Люди обращают много внимания именно на результаты, но ведь прежде всего следует задать вопрос: действительно ли конечная доходность (а также другие события, которые так и не произошли) объясняется компетентностью портфельного управляющего? И какими были бы результаты, если бы наступили иные события? Именно эти другие события и есть «альтернативные истории» Талеба.

ЗАМЕТКА «АМАРАНТ»,
 7 декабря 2006 года

////////////////////////////////////
ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Лучший по доходности взаимный фонд в 2000-е годы приносил 18% годовых. За тот же период среднестатистический инвестор этого фонда терял 8% в год. За положительными результатами следовал приток средств, а за отрицательными — их отток.

Судя по всему, в долгосрочной перспективе инвестиционные навыки большинства инвесторов при принятии решений почти не оценивались.

////////////////////////////////////



Я считаю идеи Талеба новаторскими и заставляющими задумываться. Как только становится понятно, в каких масштабах случайность может повлиять на инвестиционные результаты, все видится в совершенно ином свете.

Действия школы «я знаю» основаны на вере в единственный вариант будущего, который можно узнать и использовать. Моя школа «я не знаю» рассматривает будущие события сквозь призму распределения вероятностей. Разница велика. В последнем случае мы можем предполагать, что один вариант наиболее вероятен, но учитываем и все остальные возможные исходы, которые вместе взятые могут оказаться гораздо более вероятными, чем тот, который мы считаем самым возможным.

////////////////////////////////////
ГОВАРД МАРКС: Люди, которые считают, что будущее познаваемо (и они могут предсказывать его), принадлежат к так называемой школе «я знаю». Они игнорируют существование неопределенности, их действия увеличивают доходы в случае их правоты, но подвергают их повышенному риску, если они ошибаются. Поэтому всем инвесторам важно понимать, действительно ли они что-то знают, и вести себя соответственно.

////////////////////////////////////

Взгляд Талеба на мир неопределенности очень схож с моим. Все, во что я верю, все мои советы, касающиеся инвестиций, относятся к этой школе мысли.

- Мы должны потратить время и попытаться извлечь выгоду из того, что познаваемо (например, понимания отрасли, компаний и их ценных бумаг), а не основывать свои решения на том, что мы ожидаем от малопонятного мира макроэкономики и более широкого рынка.
- Учитывая, что мы точно не знаем, каким окажется будущее, лучше ориентироваться на стоимость, имея компетентное, аналитически обоснованное мнение и покупая актив по низкой цене, как только представится такая возможность.
- Необходимо заниматься защитным инвестированием, поскольку многие из возможных исходов будут против нас. Важнее обеспечить себе выживание при негативном исходе, чем гарантировать максимальную доходность при благоприятном.
- Чтобы повысить свои шансы на успех, нужно постоянно играть против толпы в крайних точках рынка: быть агрессивными, когда рынок на спаде, и осторожными, когда он на подъеме.
- Учитывая крайне неопределенную природу исходов, мы должны рассматривать стратегии и их результаты (благоприятные и неблагоприятные) с долей сомнения, пока они не будут доказаны большим количеством примеров.

////////////////////////////////////
КРИСТОФЕР ДЭВИС: *Очень хорошее резюме.*
 //////////////////////////////////

Для тех, кто считает, что в мире много неопределенности, характерны следующие взгляды: здоровое уважение к риску; понимание того, что мы не можем знать, что скрывает будущее; осознание того, что лучше всего рассматривать будущее как вероятность и инвестировать соответствующим образом; сосредоточенность на том, чтобы избегать ошибок и ловушек.

////////////////////////////////////
ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Со временем хорошие инвесторы приобретают необходимые навыки, а вероятностное распределение долгосрочных доходов сужается. Это, на мой взгляд, и есть разумное инвестирование.*
 //////////////////////////////////

17

Самое важное — это... инвестировать аккуратно

Есть опытные инвесторы, есть смелые инвесторы, но не бывает смелых опытных инвесторов.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Это высказывание верно вдвойне для опытных пилотов и смелых пилотов.*

////////////////////////////////////

Когда меня просят дать дружеский совет касательно инвестиций, я в первую очередь пытаюсь понять отношение спрашивающего к рискам и доходности. Спрашивать совета, не уточнив своей позиции по этому вопросу, все равно что просить врача выписать лекарство, не рассказав, что у вас болит.

Поэтому я спрашиваю: «Чего вы хотите больше — заработать денег или избежать убытков?» Ответ неизбежно один и тот же: хочу все сразу.

Проблема в том, что нельзя одновременно преследовать обе эти цели. Каждый инвестор должен определить свою позицию относительно них и поддерживать разумный баланс.

Решение должно быть сознательным и рациональным. Эта глава и посвящена выбору... и содержит мои рекомендации по данному вопросу.

Лучше всего рассматривать это решение с позиций соотношения защиты и нападения. Удобнее всего использовать спортивную метафору.

Чтобы обосновать свои рассуждения, я обращаюсь к замечательной статье Чарльза Эллиса под названием *The Loser's Game* («Игра проигравшего»), которая появилась в *The Financial Analysts Journal* в 1975 году. Вероятно, тогда я впервые встретился с прямыми аналогиями между инвестированием

и спортом, и это сыграло ключевую роль в моем отношении к защитному инвестированию.

В своей статье Эллис проводит тщательный анализ игры в теннис, который описан в книге *Extraordinary Tennis for the Ordinary Tennis Player* («Выдающийся теннис для ничем не примечательного игрока») доктора Саймона Рамо — основателя компании TRW, предлагавшей широкий спектр продуктов от автозапчастей до кредитной отчетности. Рамо указывал, что профессиональный теннис — это «игра победителей», в которой матч выигрывает игрок, совершивший больше результативных действий, нанеся больше быстрых и точных ударов, которые оппонент не сумел отбить.

В ответ на каждый удар соперника, не дающий очко, профессиональные теннисисты почти всегда могут нанести любой удар: сильный или мягкий, глубокий или укороченный, справа или слева, прямой или с вращением. Профессиональных игроков не заботят вещи, которые доставляют проблемы любителям: плохие отскоки, ветер, солнце в глаза, ограничения в скорости, выносливости и навыках, попытки оппонента кинуть мяч вне пределов досягаемости. Профессионалы могут отбить большинство ударов соперника и большую часть времени делают с мячом что хотят. Более того, они делают это настолько уверенно, что теннисные статистики фиксируют сравнительно редкие исключения из этого правила, так называемые невынужденные ошибки.

А вот тот теннис, в который играют все остальные, — это «игра проигравших», где победа достается тому игроку, который реже ошибается. Победителю просто удастся удерживать мяч в игре, пока проигравший не отправляет его в сетку или за пределы корта. Иными словами, в любительском теннисе очки не выигрываются, они проигрываются. В стратегии избегания риска, описанной Рамо, я узнал тот теннис, в который стараюсь играть сам.

Чарли Эллис развивает идею Рамо, перекладывая ее на инвестирование. Проанализировав рыночную доходность и высокие комиссионные, он пришел к выводу, что погоня за доходными ценными бумагами на крупнейших фондовых площадках едва ли принесет инвестору что-то хорошее. Нужно просто избегать ошибок. Такой подход к инвестированию я считаю весьма убедительным.

Выбор между наступательным и защитным инвестированием должен основываться на том, насколько, по мнению инвестора, он может контролировать процесс. На мой взгляд, в инвестировании это практически невозможно.

Профессиональные теннисисты могут быть уверены в том, что если их ноги сделают А, тело — В, руки — С, а ракетка — D, то мяч всегда полетит по траектории E. Вариативность в этом случае сравнительно мала. А вот инвестирование почти всегда состоит из плохих «отскоков» и непредсказуемого развития событий, причем размеры корта и высота сетки постоянно меняются. Состояние экономик и рынков весьма неточно и вариативно, а мышление и поведение других игроков постоянно меняют рабочую среду. Даже если вы сами все делаете правильно, другие инвесторы могут игнорировать ваши любимые акции; руководство может сокращать возможности компании; правительство может менять правила игры; возможна любая форс-мажорная ситуация, например стихийное бедствие.

Профессиональные теннисисты могут контролировать многое, потому им следует стремиться к выигрышным ударам. Так они и делают, потому что если они будут отделяться простыми ударами, то соперники обыграют их, применяя резкие удары. Напротив, инвесторы могут контролировать результаты лишь частично, и они могут неплохо заработать и пережить на рынке своих оппонентов, не прибегая к рискованным действиям.

Итак, даже очень умелые инвесторы могут допускать ошибки, и слишком агрессивный удар может запросто стоить им матча. Таким образом, защита (умение следить за тем, чтобы дела шли нормально) — важная часть игры любого большого инвестора.



Почти все, что я люблю в инвестировании, относится и к спорту.

- Это состязание: кто-то преуспевает, кто-то теряет позиции, и разница между ними очевидна.
- Результаты инвестирования можно измерить: они наглядны и очевидны.
- Инвестирование предполагает меритократию*: в долгосрочной перспективе наибольшую доходность получают лучшие инвесторы.

* Меритократия — система, при которой положение человека в обществе определяется его способностями. *Прим. ред.*

- Оно ориентировано на командную работу: эффективная группа может достичь большего, чем один человек.
- Инвестирование приносит радость и удовлетворение, которые при победе значительно возрастают.

Эти достоинства делают инвестирование очень приятным занятием. Но, как и в спорте, у него есть свои отрицательные стороны.

- Можно получить премию за агрессивность, которая не оправдывается в долгосрочной перспективе.
- Неудачные отскоки могут вас сильно опечалить.
- Краткосрочный успех может привести к признанию широкой общественности, которая не обратит внимания на продолжительность и стабильность результатов.

В целом я считаю, что инвестирование и спорт очень похожи, как и решения, которые в них принимаются.

Представьте себе матч по американскому футболу.

Нападающие владеют мячом. У них четыре попытки на то, чтобы пройти десять ярдов. В противном случае судья свистит, часы останавливаются, и на поле выходят уже не нападающие, а защитники, задача которых не дать соперникам продвинуть мяч вперед.

Подходит ли такая футбольная метафора для ваших взглядов на инвестирование? Для моих — нет. В инвестировании никто не свистнет, давая команду перейти от атаки к обороне, да и таймаутов, во время которых это можно сделать, нет. Сам я считаю, что инвестирование гораздо больше похоже на тот футбол, в который играют за пределами США и который у нас называется соккером. В соккере почти всю игру на поле находятся одни и те же одиннадцать игроков. Они должны уметь играть в обоих стилях... уметь ориентироваться в любой ситуации.

Команда из этих одиннадцати футболистов обязана не только уметь забивать голы, но и мешать сопернику это делать.

Футбольному тренеру необходимо решить, какую тактику выбрать: атакующую (чтобы забить много голов и каким-то образом не дать соперникам сделать то же самое), оборонительную (чтобы закрыть нападающих другой команды и хотя бы однажды поразить сетку самим) или сбалансированную. Поскольку тренеры знают, что во время игры у них не так много возможностей переключаться между атакующей и оборонительной тактиками, им нужно найти выгодное сочетание и следовать ему постоянно.

Таков и мой подход к инвестированию. Едва ли кто-то имеет возможность своевременно менять стиль инвестирования, чтобы оперативно приспособиться к текущим условиям рынка. Поэтому инвесторы должны придерживаться одного подхода и надеяться, что именно он приведет их к успеху в любой ситуации. Они могут сделать ставку на агрессивность, надеясь, что много выиграют в случае успеха и не так много потеряют при неудаче. Они могут использовать оборонительную тактику, рассчитывая быть со всеми наравне в лучшие времена и преуспеть в тяжелые, потеряв намного меньше других. Или же они могут пробовать сочетать обе тактики, надеясь на то, что им удастся выбрать наиболее качественные активы как на подъеме, так и на спаде рынка.

Очевидно, что компания Oaktree предпочитает оборонительную тактику. В благоприятные времена мы считаем нормальной доходность, соответствующую эталонным индексам (а в лучшие времена мы порой немного отстаем). Но даже посредственные инвесторы в лучшие времена зарабатывают много денег, и я сомневаюсь, что кого-либо из управляющих уволили за средние результаты на растущем рынке.

СЕТ КЛАРМАН: Но даже если бы это и случилось, то Марк и партнеры определенно предпочли бы потерять несколько клиентов с завышенными ожиданиями или не разделяющих философии Oaktree, чем пытаться к ним приспособиться. В конце концов, команда Oaktree управляет собственным солидным капиталом, и этот подход вполне их устраивает.

Портфели Oaktree составлены таким образом, чтобы показывать доходность выше рынка в тяжелые времена — именно тогда, когда это необходимо. Разумеется, если мы сможем держаться наравне с рынком в лучшие времена и превосходить его в худшие, в цикле у нас будут результаты выше среднего, а волатильность ниже средней. Кроме того, наши клиенты будут получать доход, пока другие несут убытки.

ЗАМЕТКА «КАКОВА ВАША СТРАТЕГИЯ?», 5 сентября 2003 года

Итак, что для вас важнее: набирать очки или не давать делать это сопернику? В инвестировании вы предпочитаете атаковать или пытаться избежать ошибок? (Или, что точнее, как вы собираетесь сбалансировать эти подходы?) Большая опасность — действовать, не ответив для себя предварительно на эти вопросы. Кроме того, кстати, не может быть верного выбора между нападением и защитой. К успеху ведет множество путей, и ваше решение должно основываться на вашем характере и знаниях, а также особенностях рынка, на котором вы работаете, и клиентов, на которых вы работаете.



Что такое агрессивное инвестирование и что такое защитное инвестирование? Атаку определить легко. Это взятие на вооружение агрессивной тактики и повышенного риска в погоне за доходностью выше средней. Но что такое защита? Обороняющийся инвестор ставит задачу не поступать правильно, а принять все возможные меры, чтобы не поступить ошибочно.

Есть ли различие между этими двумя установками? На первый взгляд они кажутся примерно одинаковыми. Но, если копнуть глубже, обнаруживается серьезная разница в типах мышления, необходимых для одного и другого. Велика и разница в тактике, к которой эти действия ведут.

Хотя защита — это, казалось бы, не более чем попытка избежать отрицательных результатов, она не сводится только к этому маловдохновляющему занятию. Ее можно расценивать как попытку получить высокую доходность, избегая плохих результатов, а не стремясь к как можно большему числу хороших, посредством постоянного, хотя и умеренного прогресса, а не разовых вспышек таланта.

В защитном инвестировании есть два принципиальных правила. Первое из них — исключать убыточные активы из портфеля. Это достигается путем проведения постоянных комплексных проверок, применения высоких стандартов, получения более низкой цены и обеспечения устойчивости к ошибкам (см. дальше в этой главе). Кроме того, не стоит рассчитывать на продолжительные периоды процветания, делать прогнозы, надев розовые очки, и верить в благоприятное развитие событий.

Второе требование — соблюдать осторожность в тяжелые годы, в особенности избегать риска потерять все во время кризисов. Помимо уже описанных выше способов, которые помогают избавиться от отдельных убыточных активов в портфеле, этот аспект защитного инвестирования требует взвешивания диверсификации, накладывает ограничения на общий риск и в целом побуждает стремиться к безопасности.

Концентрация (в отличие от диверсификации) и кредитное плечо — одни из элементов агрессивного инвестирования. Когда они срабатывают, то увеличивают доходность, в противном случае становятся источником серьезных проблем: опять же можно сказать, что агрессивная тактика потенциально приносит более высокую доходность и большие убытки. Однако чрезмерная агрессивность может поставить под угрозу ваше существование как инвестора, если дела пойдут действительно плохо.

Оборона, с другой стороны, может увеличить ваши шансы на спасение в тяжелые времена, так что у вас получится достаточно долго продержаться и со временем увидеть, как окупятся разумные инвестиции.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Диверсификация — это своего рода компромисс. Ваш портфель должен быть подобран таким образом, чтобы пережить тяжелые времена или неудачное стечение обстоятельств, и со временем талант и дисциплина принесут свои плоды.

////////////////////////////////////

Инвесторы должны быть готовы к неблагоприятному развитию событий. Существует множество форм финансовой деятельности, которые хорошо проявляют себя в обычных условиях,

но способны погубить вас за день из-за непродуманного состава портфеля или чрезмерного кредитного плеча.

Но все ли так просто? Легко сказать: готовьтесь к тяжелым временам. Но насколько тяжелым? Где именно будут проблемы и действительно ли нужно готовиться к этому ежедневно?

Как и в инвестировании в целом, здесь нет однозначного ответа. Размер риска, которому вы подвергаете себя, — это функция от размера ожидаемых доходов. Меры защиты от риска, принятые при управлении вашим портфелем, должны быть основаны на доходности, которую вы хотите получить. «Правильного» соотношения риск/доходность не существует, и именно это сподвигло меня в декабре 2007 на следующие мысли: «Поскольку обеспечение выживания в неблагоприятных обстоятельствах несовместимо с максимизацией доходности в благоприятные времена, инвесторы должны выбрать что-то одно».

ЗАМЕТКА «ПТИЧИЙ ДВОР»,

16 мая 2008 года



Важнейший элемент защитного инвестирования — то, что Уоррен Баффет называет «запасом прочности» или «запасом на ошибки». (Судя по всему, оба термина он употребляет без каких-либо разграничений.) Эта тема заслуживает серьезного внимания.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: «Запас прочности» и «Мистер Рынок» — две идеи Грэма, которые Баффет считает величайшим вкладом в мир инвестиций.

////////////////////////////////////

Нет ничего сложного в получении дохода от инвестиций при соответствии будущего ожиданиям. Мало гениальности в том, чтобы извлечь выгоду, когда экономика идет предсказуемым путем, и конкретные компании или отрасли показывают лучшие результаты, чем другие. Хорошо продуманные

инвестиции могут оказаться крайне успешными, если будущее действительно окажется таким, как вы надеялись.

Но нужно подумать и о том, что будет, если наши ожидания оказались неверными. Что же позволяет защитить свои вложения, если будущее не оправдало ожиданий? Ответ на этот вопрос — запас прочности.

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: *Несмотря на неопределенность, многие инвесторы стремятся выбрать идеальную стратегию, в соответствии с которой они смогут получить наивысшую доходность. Но, если все же учитывать неопределенность, следует создать большой запас прочности. Именно благодаря ему ваши результаты будут не столь катастрофическими даже при нежелательном развитии событий.*

////////////////////////////////////

Представьте себе ситуацию: кредитор выдает займ. Нет никакого риска в том, что долг будет погашен, если условия останутся прежними, например, если не случится кризис и заемщик не потеряет работу. Но как сделать так, чтобы долг был выплачен, даже если условия ухудшатся? Ответ все тот же — запас прочности. Если заемщик останется без работы, то вероятность того, что долг будет уплачен, выше, если он имеет сбережения, активы, которые можно продать, или альтернативные источники дохода. Для кредитора это и есть запас прочности.

Вывод прост. Кредитор, который учитывает запас прочности и дает в долг только проверенным заемщикам, реже будет терять деньги. Но эти высокие стандарты вынудят кредитора отказаться от возможностей выдать займы тем заемщикам, которые пользуются меньшим доверием. Агрессивный кредитор будет казаться умнее кредитора благоразумного (и получит больший доход) до тех пор, пока не случится непредвиденных обстоятельств.

////////////////////////////////////

СЕТ КЛАРМАН: *Руководитель одного из банков в 2007 году заметил по этому поводу: «Пока играет музыка, нужно встать и танцевать» (CEO* Citigroup Чарльз Принс, Financial Times, 9 июля 2007 года).*

* Chief Executive Officer, аналог должности генерального директора. *Прим. ред.*

Давление, которое испытывает руководство компании из-за необходимости увеличить краткосрочную прибыль и держаться наравне с конкурентами, — одна из важнейших проблем в современной деловой культуре.

//

Награда кредитора при защите от рисков наступает только в тяжелые времена, и этой наградой будет снижение убытков из-за невозвратных кредитов. Кредитор, который настаивает на запасе прочности, не достигнет вершин, но вместе с тем и избежит глубин. Так происходит с инвесторами с низким аппетитом к риску.

//

КРИСТОФЕР ДЭВИС: *Это сложная и, на мой взгляд, не очень удачная аналогия. Зачем тогда даже консервативным заемщикам связываться с еще более консервативными кредиторами?*

Рациональный заемщик ищет самую низкую ставку, а не беспокоится о способностях или благоразумии кредитора.

//

Есть и другой способ проиллюстрировать запас прочности. Вы находите некий актив, который, на ваш взгляд, должен стоить 100 долларов. Если вы купили его за 90 долларов, то имеете хороший шанс получить доход, а также умеренные шансы потерпеть убытки, если ваши расчеты окажутся чрезмерно оптимистическими. Но, если вы купите этот актив не за 90, а за 70 долларов, вы потерпите убытки с гораздо меньшей вероятностью. Это снижение цены на 20 долларов дает вам дополнительную защиту: вы можете оказаться неправы, но все равно избежите убытков. Низкая цена — главный источник запаса на ошибку.

//

КРИСТОФЕР ДЭВИС: *А еще время — например, в случае риска списания.*

//

Выбор прост: либо старайтесь максимизировать доходность посредством агрессивной тактики, либо выстраивайте защиту, создавая запас прочности.

Нельзя в полной мере использовать оба подхода. Итак, что вы выберете: атаку, защиту или оба подхода (и если оба подхода, то в каких пропорциях)?



Из двух способов поведения инвестора — погони за высокими доходами или избегания убытков — я считаю второй более надежным. Обычно, чтобы получить доходы, нужно точно знать, что произойдет. Убытки же можно свести к минимуму, определив внутреннюю стоимость актива и то, что ожидания рынка умеренные и цены низкие. По своему опыту я могу сказать, что второй вариант гораздо надежнее.

Нужно сознательно установить баланс между стремлением к доходу и ограничению риска — между атакой и защитой. В фондах с фиксированной доходностью, где я начинал свою карьеру портфельного управляющего, доходность довольно ограниченная и наибольший вклад управляющий вносит путем избегания убытков. Поскольку верхняя планка действительно «фиксирована», вариативность проявляется только на нижней, и главное — сохранить вложения клиентов. Таким образом, инвестору в облигации проще поделиться не покупкой доходных облигаций, а исключением тех, которые себя не оправдают. Согласно Грэхэму и Додду, эта сосредоточенность на исключении плохих активов делает инвестиции в инструменты с фиксированной доходностью своего рода искусством отрицания.

С другой стороны, в отношении обыкновенных акций и других активов, более ориентированных на получение доходности, избегание убытков — это еще не все; должен присутствовать и потенциал для доходов. В то время как инвестор в инструменты с фиксированной доходностью может полностью сосредоточиться на защитном поведении, другие инвесторы, стремящиеся к большей доходности, обязаны сохранять баланс между «защитой» и «атакой».

Их баланс очень важен. То, что инвесторы должны не только защищаться, но и нападать, не означает, что пропорции риска и осторожности не имеют значения. Если инвесторы хотят извлечь большую доходность, обычно они должны согласиться на большую неопределенность — а следовательно, и больший риск. Если инвесторы хотят обеспечить доходность от инвестиций в облигации, нельзя рассчитывать на то, что этого можно достичь, просто вкладывая средства в безрисковые активы. Необходимо немного агрессии,

которая, в свою очередь, повышает неопределенность. Решение идти этим путем должно быть взвешенным и продуманным.



Деятельность Oaktree, вероятно, основана на защитной стратегии. (Однако это не исключает и определенной дозы агрессии. Не все, чем мы занимаемся, можно отнести к отрицательному искусству. Нельзя успешно инвестировать в конвертируемые ценные бумаги, проблемные долги или недвижимость, если вы не готовы принять риск неудачи.)



ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТ: Инвесторы рассматривают соотношение риска и доходности в связке с их вероятностью. Один из способов максимизировать асимметрию риска и доходности — сделать все возможное для сведения риска к минимуму. Я уже говорил об этом: если вы свели к минимуму вероятность убытков от инвестиций, большинство альтернатив будут хороши.



В мире инвестиций, полном необдуманных решений, слишком много людей считают, что они чересчур хороши и что они обязательно много заработают, если посильнее замахнутся и ударят по мячу. Спросите инвесторов из школы «я знаю», что именно свидетельствует о том, что они хороши, и вы услышите, как много хоумранов* они сделали в прошлом и какие еще хоумраны заготовлены в их текущем портфеле. Многие ли будут говорить о стабильности или о том, что их худший год был на самом деле не так уж плох?

Одна из самых удивительных вещей, которые я отметил за последние 35 лет, состоит в том, насколько скоротечна карьера большинства выдающихся инвесторов. Не настолько, конечно, как

* Термин из бейсбола. Здесь имеется в виду получение крупного дохода за короткий срок благодаря удачно принятому решению; получение выигрыша при росте курса акций. *Прим. ред.*

карьеры профессиональных спортсменов, но короче, чем должно быть в отрасли, не требующей серьезной физической подготовки.

Где теперь мои главные конкуренты тех времен, когда я впервые стал управлять высокодоходными облигациями 25–30 лет назад? Почти никого не осталось. Поразительно, но никто из наших ведущих конкурентов по проблемным долгам 15–20-летней давности уже не остается лидером.

Куда же они делись? Многие скрылись с горизонта, потому что из-за организационных недостатков их планы игры оказались нежизнеспособными. Остальные исчезли, потому что замахнулись и удачи было хорошо, но все равно были побеждены.

И это порождает нечто, на мой взгляд, весьма парадоксальное: не думаю, что карьера многих инвесторов подошла к концу из-за того, что они не смогли совершить хоумран. Напротив, многие проиграли, потому что их слишком часто выбивали — у них было много выигранных очков, но проигранных оказалось больше.

////////////////////////////////////

КРИСТОФЕР ДЭВИС: При инвестировании в акции, однако, легко зайти слишком далеко: например, можно прятаться в бумагах, которые вы считаете безопасными, и избегать вложения в сомнительные активы.

////////////////////////////////////

Тем не менее многие управляющие продолжают замахиваться на хоумран.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: Я считаю верным наблюдение Маркса по поводу того, что многие управляющие инвестициями выходят из дела, поскольку их инвестиционный подход влечет за собой слишком много ошибок.

////////////////////////////////////

- Они слишком много ставят на кон, когда считают, что у них на руках есть выигрышная идея или верный прогноз. В этот

момент они концентрируют портфели, а не диверсифицируют их.

- Они несут излишние расходы на проведение транзакций, слишком часто меняя свои активы или пытаясь выбрать правильное время для инвестиций.
- И все их портфели ориентированы на благоприятные сценарии и положительные исходы, в то время как следовало бы подготовиться к неизбежным ошибкам в расчетах или просто неудачному стечению обстоятельств.

Мы в Oaktree, напротив, твердо уверены, что, «если избежать встречи с неудачниками, победители сами о себе позаботятся». Таков наш девиз с момента основания компании, таким он будет всегда. Мы стремимся к золотой середине, а не к хоумранам. Мы знаем, что в заголовки попадут другие. Но на финише, на наш взгляд, мы будем где-то рядом благодаря стабильно хорошим результатам, которые отвечают интересам клиентов.

ЗАМЕТКА «КАКОВА ВАША СТРАТЕГИЯ?», 5 сентября 2003 года

Рис. 5.1 и 5.2 предполагают, что за риск положена премия. Разница между этими двумя рисунками, конечно, состоит в том, что первый, в отличие от второго, не отражает значительной неопределенности, связанной с увеличением риска. Рис. 5.2 показывает, что рискованные инвестиции могут иметь значительно более широкий спектр последствий, в том числе возможны и убытки, а не желаемая премия. Агрессивная игра — стремление к победе ценой риска. Она может принести либо доходы, к которым вы стремитесь... либо полное разочарование.

Стоит подумать вот еще о чем: чем более трудны и потенциально привлекательны те воды, в которых вы рыбачите, тем больше вероятность, что они привлекут внимание опытных рыбаков. Если только ваши навыки не позволят вам быть конкурентоспособным, вы скорее станете неудачником, чем победителем. Агрессивная игра, риск и действия в технически сложных отраслях — всего этого не следует предпринимать без должного уровня подготовки.

Помимо технических навыков, агрессивное инвестирование требует также смелости, терпеливых клиентов (если вы управляете чужими деньгами)

и устойчивости капитала. Если события будут развиваться неблагоприятно, все это вам пригодится. Ваши инвестиционные решения могут обладать достаточным потенциалом и сработать в среднесрочной или долгосрочной перспективе, но без перечисленных выше требований успеха в длительном периоде вы не добьетесь.

Работа с рискованным портфелем подобна ходьбе по канату без страховки. Если вы достигнете успеха, все будут вами восхищаться. Но если вы оступитесь, то погибнете.

Итак, попытки быть лучше рынка во многом напоминают попытки стать великим... Одно из первых и наиболее фундаментальных решений инвестора состоит в том, насколько рискованным будет его портфель. Много ли внимания уделят диверсификации, минимизации убытков и обеспечению безопасности? Или всем этим пожертвуют в надежде на лучшее?

Меня многому научило мое любимое печенье с предсказаниями: осторожные люди редко ошибаются или создают великую поэзию. Это палка о двух концах, которая не может не вызвать размышлений. Осторожность может помочь избежать ошибок, но она же препятствует великим свершениям.

Сам я предпочитаю осторожное управление инвестициями. Я считаю, что во многих случаях избегать убытков и крайне неудачных лет гораздо проще, чем постоянно достигать величия, поэтому контроль рисков с большей вероятностью послужит основанием для долгосрочных результатов выше рынка. Осторожное инвестирование, поиск хорошей стоимости и достаточного запаса прочности, понимание того, что есть вещи, которых вы не можете контролировать, — вот черты лучших из известных мне инвесторов.

ЗАМЕТКА «ОСМЕЛЬТЕСЬ БЫТЬ ВЕЛИКИМИ», 7 сентября 2006 года

////////////////////////////////////
ПОЛ ДЖОНСОН: К этому совету стоит прислушаться любому инвестору.
////////////////////////////////////

Как и многое в этой книге, вопрос о выборе между атакой и защитой не имеет очевидного ответа.

Рассмотрим, например, такой парадокс: многие люди вроде бы не хотят предпринимать действий, которые могут существенно отразиться на их результатах в случае неудачи (например, покупать акции, быть приверженцем определенного класса активов, инвестировать вместе с управляющим). Но для получения дохода необходимо предпринимать действия, которые могут привести к убыткам при неудаче.

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: Эта дилемма отражает связь между предложением торговых идей и страхом показаться неправым, и как сложно быть успешным инвестором тому, кто озабочен поверхностными вещами. Инвестиционные комитеты, которые действуют «институционально», поступают так по одной простой причине: в одиночку казаться неправым невыносимо. Но вывод из этого прост и совершенно верен: если вами владеет нежелание показаться неправым, вы никогда не сможете в одиночку играть против рынка, что требуется для серьезных успехов в инвестировании.

////////////////////////////////////

Почти все в инвестициях — палка о двух концах. Это относится и к желанию больше рисковать, концентрировать активы вместо их диверсификации и использовать кредитное плечо для увеличения дохода. Единственное исключение — настоящий талант в инвестициях. В остальных случаях, если это помогает при нужном развитии событий, то неизбежно вредит при неблагоприятном. Вот почему выбор между атакой и защитой настолько важен и сложен.

Многие считают это решение частным случаем выбора между журавлем в небе и синицей в руках. Однако разумный инвестор понимает, что на самом деле защита может стабильно приносить хорошие результаты, а нападение — оказаться сплошными мечтами, которым не суждено сбыться. Поэтому я выбираю защитное инвестирование.

Защитное инвестирование может стать причиной того, что вы пропустите горячие предложения и будете постоянно отказываться от идеи нанести удар. Вы можете совершить меньше хоумранов, чем другие инвесторы, но вас реже будут выбивать с площадки, и у вас будет меньше проблем в целом.

Защитное инвестирование мне кажется научнообразным термином, так что я хочу его упростить: инвестируйте с осторожностью!

////////////////////////////////////
ПОЛ ДЖОНСОН: Мне нравится это примечание. Мне почти не встречались инвесторы, которые действительно инвестировали бы с осторожностью — разумеется, за исключением общей паники на рынке. Но и в этом случае они не инвестировали с осторожностью: они вообще не инвестировали, потому что всего боялись!
////////////////////////////////////

Безусловно, следует беспокоиться о возможных убытках, о том, что вы чего-то не знаете, что можете принимать правильные решения, но все равно потерпеть неудачу из-за стечения обстоятельств или неожиданных событий. Осторожное инвестирование защитит вас от звездной болезни; вы останетесь внимательны и продолжите настаивать на адекватном запасе прочности; это повысит шансы на то, что ваш портфель действительно будет готов к неблагоприятному развитию событий. А если все пойдет хорошо, победители, несомненно, позаботятся о себе сами.

ЗАМЕТКА «О САМОМ ВАЖНОМ», 1 июля 2003 года

18

Самое важное — это... уметь избегать ловушки

Инвестору нужно делать правильно не так уж много: главное — избегать крупных ошибок.

УОРРЕН БАФФЕТ

////////////////////////////////////
ПОЛ ДЖОНСОН: *Цитата Баффета все объясняет.*
////////////////////////////////////

В моей книге стремление избегать убытков более важно, чем нацеленность на большой успех в инвестициях. Последнее иногда получается, но периодические провалы могут все нарушить. Первого же можно достигать чаще и с большей надежностью... а последствия провалов в этом случае менее суровы. Если у вас рискованный портфель, то движение вниз может заставить вас потерять веру или продать активы по низкой цене. В то же время портфель с малой степенью риска может обеспечивать результаты ниже среднего на «бычьем» рынке, но от этого еще никто не разорился; бывают проблемы и посерьезнее.



Чтобы избежать потерь, нужно избегать и видеть ошибки, которые их вызывают. В этой главе я хотел бы рассмотреть ряд ключевых проблем, затронутых в предыдущих главах, в надежде, что изучение их в комплексе позволит инвесторам проявлять большую внимательность к скользким местам. Начнем с описания различных видов ловушек (или ошибок), а также их характерных черт.

Я считаю, что ошибки можно разделить на аналитические/интеллектуальные и психологические/эмоциональные. С первыми все ясно: либо мы собрали слишком мало информации, либо эта информация неверна. Или, возможно, были применены неверные аналитические инструменты, мы могли ошибиться в вычислениях или не выполнить какие-то необходимые расчеты. Подобных примеров слишком много, чтобы их перечислять, к тому же эта книга в основном посвящена философии и мышлению, а не аналитическим процессам.

Однако я хотел бы поподробнее остановиться на одном из типов аналитических ошибок, который я называю «недостатком воображения». Под этим я понимаю либо неумение представить себе полный спектр возможных исходов, либо недостаточное понимание последствий самых экстремальных из них.

////////////////////////////////////

КРИСТОФЕР ДЭВИС: *Иными словами, есть ошибки в вычислениях и ошибки в суждениях.*

////////////////////////////////////

Подробнее эту тему я буду рассматривать в следующем разделе.

Многие психологические или эмоциональные источники ошибок были рассмотрены в предыдущих главах: это жадность и страх; готовность отказаться от скептицизма; самоуверенность и зависть; стремление к высокой доходности ценой повышенного риска; тенденция переоценивать способность предсказывать будущее. Все это приводит к бумам и обвалам, в ходе которых большинство инвесторов делают одно и то же, причем в корне неверно.

Еще одна важная ловушка — по большей части психологическая, но достаточно важная, чтобы отнести ее к отдельной категории, — неумение распознавать рыночные циклы и мании и двигаться в противоположном направлении. Крайности циклов и тенденций случаются нечасто, так что это не такая уж распространенная ошибка, но она влечет за собой более крупные промахи. Сила психологии толпы почти непреодолима, она часто вызывает конформизм и капитуляцию, так что инвесторам необходимо научиться ей противостоять. Об этом мы тоже уже говорили.



«Недостаток воображения» — невозможность представить себе в полном объеме все вероятные исходы — особенно интересная ловушка, которая действует весьма разнообразно.

Как я уже говорил, инвестирование имеет дело исключительно с будущим. Чтобы инвестировать, мы должны понимать, как это будущее должно выглядеть. В целом у нас не так много вариантов, и основной из них — предполагать, что будущее окажется похоже на прошлое. Таким образом, сравнительно редко можно услышать прогнозы типа «средний коэффициент Р/Е по акциям компаний США в последние 50 лет составлял 15, но я предсказываю, что в ближайшее время он будет равняться 10 (или 20)».

Итак, большинство инвесторов экстраполируют прошлое на будущее, в особенности недавнее прошлое. Почему именно недавнее? Во-первых, многие важные финансовые явления развиваются длинными циклами, так что те, кто пережил экстремальное событие, вряд ли застанут в своей карьере его повторения. Во-вторых, как говорил Джон Гэлбрейт, финансовая память вообще чрезвычайно коротка. И, в-третьих, любые возможности что-то вспомнить легко отменяются, когда начинает маячить призрак легких денег, а он непременно появляется с новомодными инвестиционными трендами. Большую часть времени будущее действительно очень напоминает прошлое, так что экстраполяция вполне оправданна. Но в ключевые моменты, когда будущее перестает походить на прошлое, экстраполяция оказывается неверной, и именно тогда инвесторы теряют огромные деньги и упускают выгоду.

Таким образом, важно вернуться к язвительному замечанию Брюса Ньюберга о значительной разнице между вероятностью и исходом. Краткосрочные результаты могут существенно отклоняться от долгосрочных, при этом они могут идти подряд. Например, две шестерки должны выпасть один раз за 36 бросков кубиков. Но они могут выпасть пять раз подряд, а за следующие 175 бросков ни разу, так что в долгосрочной перспективе это действительно будет 1/36.

Избыточная вера в то, что ожидаемое «должно произойти», может погубить вас, если этого не случится. Даже если вы хорошо представляете распределение вероятностей, вы не можете рассчитывать на то, что все пойдет по плану. А успех ваших действий как инвестора не должен сильно зависеть от нормального развития событий; вы должны допускать возможность выбросов.

////////////////////////////////////
ПОЛ ДЖОНСОН: *Ключевая фраза — «вы должны учитывать возможность выбросов». Здесь Маркса трудно понять неправильно.*
////////////////////////////////////

Инвесторы вкладывают средства, поскольку ожидают, что их предсказания оправдаются, а надеются они в основном на реализацию правдоподобных сценариев.

////////////////////////////////////
СЕТ КЛАРМАН: *Точно так же и продавцы в своем анализе обычно сосредотачивают внимание на единственном наиболее вероятном сценарии, игнорируя другие возможные исходы.*
////////////////////////////////////

Но они не должны фиксировать внимание исключительно на самом вероятном варианте, исключая иные возможности... и уповать на риск и кредитное плечо, пока негативный сценарий не разорит их. Большинство банкротств во время недавнего кредитного кризиса случилось потому, что события развивались не так, как ожидалось.

Финансовый кризис случился во многом потому, что никогда-раньше-не-происходившие события пришли на вложения в рискованные активы с использованием заемных средств, что не было предназначено для работы в таких условиях.

////////////////////////////////////
ПОЛ ДЖОНСОН: *Удивительно простое и лаконичное объяснение событий кредитного кризиса 2008 года.*
////////////////////////////////////

Например, ипотечные деривативы были разработаны и оценены на основании предположения, что падение цен на недвижимость в масштабах всей страны невозможно, поскольку этого прежде никогда не случалось (по крайней мере, этого не было в эру современной статистики). Но это все же случилось и привело к уничтожению всех форм инвестиций, построенных на таком предположении.

Стоит отметить, что само предположение о том, что какое-то событие не случится, увеличивает вероятность этого события, поскольку люди, которые верят в это, начинают вести себя более рискованно и тем самым изменяют экономическую среду. Лет двадцать назад термин *ипотечное кредитование* был неразрывно связан с представлением о консерватизме. Покупатели домов первоначально выплачивали 20–30% от общей стоимости приобретения; платежи по ипотеке были по традиции ограничены 25% ежемесячного дохода; дома подвергались тщательной оценке; доходы и финансовое положение заемщиков должны были быть подтверждены. Но в последнее десятилетие аппетит к ипотечным ценным бумагам стал расти во многом из-за того, что они всегда вели себя стабильно, а вспышки ипотечных дефолтов в национальном масштабе, по общему мнению, произойти не могло, так что многие отказались от традиционных норм поведения. Последствия не должны никого удивлять.

Это возвращает меня к дилемме, которую требуется разрешить. Сколько времени и средств инвестор должен уделять защите от крайне маловероятной катастрофы? Мы можем защититься от любой крайности — например, сразу одновременно от дефляции и гиперинфляции. Но обойдется это дорого, и эти деньги будут вычтены из инвестиционного дохода, когда окажется, что такая защита и не была нужна... а большую часть времени она действительно не нужна.

Допустим, вы хотите, чтобы ваш портфель не пострадал при повторении кризиса 2008 года, но тогда в нем окажутся только казначейские бумаги, деньги и золото. Разве это жизнеспособная стратегия?

Вероятно, нет. Итак, общее правило — избегать ловушек важно, но всему есть предел. И он свой для каждого инвестора.

Есть и еще один важный аспект ловушки «недостатка воображения». Всем известно, что у активов есть риски и перспективы прибыли, и вполне возможно строить предположения об их величине. Но мало кто понимает в корреляции активов: как один актив отреагирует на изменения в другом, как два актива одновременно отреагируют на изменения в третьем. Понимание и прогнозирование размера корреляции — а следовательно, и ограничений диверсификации — важнейший аспект контроля риска и управления портфелями, но достичь его очень сложно. Неумение верно предсказать динамику активов в портфеле — один из основных источников ошибок при инвестировании.

Инвесторы часто недостаточно внимания уделяют общим тенденциям, характерным для портфелей активов. Например, все знают, что если падают

в цене акции одного автопроизводителя, то из-за общих факторов упадут в цене акции и остальных автомобильных компаний. Меньше людей понимают связи, из-за которых могут упасть в цене акции всех компаний США, или акции всех компаний развитых стран, или все акции по всему миру, или все акции и облигации и так далее.

Итак, недостаток воображения — это в первую очередь неумение предсказать возможные крайности в развитии событий, а во вторую — неумение распознать тяжелые последствия этих крайностей.

////////////////////////////////////

КРИСТОФЕР ДЭВИС: *Это верно.*

////////////////////////////////////

В ходе последнего кредитного кризиса некоторые скептики, возможно, и подозревали, что низкокачественные ипотечные кредиты начнут подвергаться массовым дефолтам, но едва ли думали, что последствия выйдут далеко за пределы ипотечного рынка. Ипотечный кризис предсказывали немногие, но еще меньше людей понимали, что в результате векселя и фонды денежного рынка тоже подвергнутся риску; что Lehman Brothers, Bear Stearns и Merrill Lynch перестанут существовать как независимые компании; что General Motors и Chrysler объявят о банкротстве и государству придется их выкупать.



Во многих отношениях психологические факторы — едва ли не самые интересные факторы ошибок при инвестировании. Они могут оказать серьезное влияние на цену бумаг. Когда они побуждают некоторых инвесторов вырабатывать крайние взгляды, которые не уравниваются другими, эти факторы могут поднять цены слишком высоко или опустить их слишком низко. Это источник «пузырей» и обвалов.

Какие ошибки совершаются под влиянием психологических факторов?

- Инвесторы могут поддаться поведению рынка.
- Они могут, не сознавая того, участвовать в работе рынков, искаженных в результате деятельности других инвесторов, поддавшихся этим факторам.

- Они могут упустить выгоду, которую можно было бы получить благодаря этим искажениям.

Думаете, это одно и то же? Я считаю иначе. Давайте разберем эти три ошибки в контексте одного из самых вредных психологических факторов — жадности.

Когда она берет свое, цены на бумаги обычно становятся слишком высокими. Это снижает перспективную доходность и повышает риски. Сомнительные активы представляют собой ошибки, которые приведут либо к убыткам, либо к доходу. Первая из перечисленных ошибок — подверженность негативным влияниям — означает, что вы поддались общей жадности и стали покупать. Если желание заработать заставляет вас покупать даже по высокой цене в надежде на то, что актив продолжит дорожать, а текущая стратегия работать, то потери капитала неминуемы. Если вы покупаете, когда цена актива превышает его внутреннюю стоимость, надо надеяться на исключительную удачу (на то, что актив из переоцененного станет еще более переоцененным), чтобы получить доход, а не убытки. Разумеется, завышенные цены скорее предполагают второе, чем первое.

Вторую из ошибок мы могли бы назвать ошибкой игнорирования. Возможно, вы вовсе не мотивированы жадностью; например, в соответствии с пенсионным планом 401(k) ваш пенсионный фонд стабильно и пассивно инвестирует на фондовом рынке. Однако даже такое участие в рынке, цены на котором слишком высоки из-за недисциплинированного поведения других инвесторов, может повлечь серьезные последствия.

Любое негативное воздействие, любой «неправильный» рынок дает возможность получить доход, а не потерпеть убытки. Таким образом, третий тип ошибки состоит не в том, что вы совершаете ошибку, а в том, что вы не делаете того, что необходимо. Обычным инвесторам достаточно избегать ловушек, в то время как выдающиеся инвесторы должны стремиться извлекать пользу из ошибок других. Когда из-за жадности участников рынка цена актива завышена, большинство инвесторов не будут его покупать или даже постараются продать. Но выдающиеся инвесторы могут даже начать продавать без покрытия, ожидая доходов, когда цена упадет. Нежелание открывать короткие позиции по переоцененным акциям — третий тип ошибки, ошибка упущенной выгоды, но, вероятно, большинство инвесторов вполне готово ее пережить.



Как я уже говорил выше, среди ошибок, которые объясняются психологией, есть и желание инвесторов с готовностью принять новые логические обоснования, которые на деле приводят к образованию «пузырей» и последующему обвалу, обычно из убеждения, что «на этот раз все иначе». На «бычьем» рынке недостаток скепсиса скорее правило, чем исключение, поскольку инвесторы готовы считать, что:

- какие-то новые изобретения могут изменить мир;
- тренды, которые управляли развитием событий в прошлом (например, деловые циклы с их взлетами и падениями), больше не действуют;
- правила игры изменились (как, например, стандарты, которые определяют, какие компании кредитоспособны и чьи долговые инструменты можно держать в портфеле);
- традиционные нормы оценки перестали действовать (в том числе коэффициент Р/Е акций, спреда доходности для облигаций или ставки капитализации для недвижимости).

Из-за особенностей движения маятника (подробнее об этом см. главу 9) эти ошибки часто происходят одновременно, когда инвесторы становятся слишком легковверными и забывают о важности скепсиса.

Всегда существует рациональное — порой даже изящное — обоснование того, почему очередное восьмое чудо света сработает в пользу инвестора. Однако при объяснении обычно забывают упомянуть о том, что новое явление не имеет прецедентов в истории, что необходимо определенное развитие событий, что возможны и другие варианты исходов, многие из которых могут обернуться настоящей катастрофой.



Первое и самое важное умение, необходимое, чтобы избежать ловушек, — постоянно быть настороже. Сочетание жадности и оптимизма постоянно заставляет людей претворять в жизнь стратегии, которые, с их точки зрения, должны приносить высокую доходность без особенного риска; переплачивать

за акции, находящиеся на гребне успеха; держать активы уже после того, как они стали слишком дорогими, в надежде, что они еще больше поднимутся в цене. Впоследствии всем становится ясно, что же пошло не так: ожидания были нереалистичными, полностью игнорировался риск. Но умение обнаруживать ловушки, попадая в них, не поможет защитить капитал. Важно пытаться их предотвращать. Для иллюстрации этой мысли я снова обращусь к последнему кредитному кризису.

Рынки могут преподавать урок в любой момент. Ключ к успеху в инвестициях в том, чтобы наблюдать и учиться. В декабре 2007 года, когда проблема низкокачественных ипотечных кредитов уже была очевидна, как и возможность переноса этой проблемы на другие рынки, я решил перечислить уроки, которые, на мой взгляд, можно из этого извлечь. Когда я закончил их структурировать, оказалось, что это не просто уроки последнего кризиса, но и вообще важнейшие универсальные уроки. Хотя я затрагивал тему многих из них в других главах, возможно, будет удобнее, если я еще раз перечислю их в этой главе.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: Уроки, которые мы можем извлечь из кризиса 2008 года, хорошо сформулированы в приведенном ниже списке. Вряд ли можно полнее описать факторы, которые разрушили столько инвестиционных портфелей и компаний, оказывающих финансовые услуги.

////////////////////////////////////

Какие уроки мы вынесли из кризиса (или должны были вынести)?

- Из-за чрезмерной доступности капитала деньги могут попадать не туда, куда нужно. Когда капитал ограничен и пользуется спросом, инвесторы сталкиваются с проблемой выбора, размышляют над наилучшим его использованием и принимают решения вдумчиво и осторожно. Но, когда капитал слишком доступен, а идей очень мало, совершаются такие инвестиции, которых не стоит делать никогда.
- Необдуманнные инвестиции могут привести к самым плохим результатам. При тяжелом положении на финансовом рынке

отвергаются претензии вполне заслуживающих внимания заемщиков. Но, когда деньги повсюду, совершенно неподготовленные заемщики получают капитал на блюдечке с голубой каемочкой. Это неизбежно ведет к неуплатам, убыткам и банкротствам.

- При переизбытке капитала инвесторы борются за сделки, соглашаясь на низкую доходность и небольшой запас на ошибку. Когда люди хотят что-то купить, их соревнование принимает форму аукциона, на котором они постоянно поднимают ставки. Можно считать, что повышение ставок — это согласие с тем, что вы за свои деньги получите меньше. Таким образом, ставки при инвестициях можно рассматривать как показатель того, насколько низкую доходность требуют инвесторы и сколько риска они готовы принять.

////////////////////////////////////

КРИСТОФЕР ДЭВИС: Вот почему мы всегда считаем коэффициент E/P («прибыль/цена») (обратный коэффициенту P/E), а не P/E ; он дает возможность легко сравнить полученную доходность с фиксированной доходностью различных альтернативных активов.

////////////////////////////////////

- Широко распространенное пренебрежение к риску порождает серьезный риск. «Не может здесь все пойти не так». «Не может быть слишком высокой цены». «Кто-нибудь наверняка мне заплатит больше». «Если я не потороплюсь, купит кто-то другой». Все такие утверждения отражают недостаток внимания к риску. На этом этапе цикла люди начинают думать, что поскольку они покупают акции лучших компаний и их финансируют на выгодных условиях, то можно использовать кредитное плечо все более активно. Это приводит к игнорированию риска неблагоприятного развития дел и опасности, которая непременно присуща всем портфелям, сформированным с использованием заемных средств.
- Недостаточно тщательный анализ приводит к убыткам. Лучшая защита от них — осторожный, вдумчивый анализ

и использование того, что Уоррен Баффет называет «запасом на ошибку». Но на перегретых рынках обычно думают не о том, как не потерять деньги, а о том, как бы не упустить возможность, поэтому длительный скептический анализ становится уделом консерваторов.

- В тяжелые времена капитал выделяется на инновационные инвестиции, многие из которых не проходят проверку временем. «Быки» сосредоточивают внимание на том, что может сработать, а не на том, что может пойти не так. Это лишает людей благоразумия, заставляя их с готовностью финансировать новые инвестиционные продукты, в которых они не разбираются. А потом они не могут понять, как можно было так ошибиться.
- Скрытые недостатки портфеля могут заставить цены, казалось бы, никак не связанных друг с другом активов параллельно изменяться. Проще оценить возможную доходность и риски отдельного актива, чем понять, как он будет вести себя относительно других. Корреляция часто недооценивается, особенно масштабы, которые она принимает в кризис. Порой кажется, что портфель диверсифицирован по классам активов, отраслям и географии, но в трудные времена такие нефундаментальные факторы, как маржин-коллы, замирание рынков и общая тенденция отказа от риска, могут преобладать и оказывать на все ваши активы одинаковое влияние.
- Психологические и технические факторы могут затмевать собой фундаментальные. В долгосрочной перспективе создание и уничтожение стоимости связаны с такими фундаментальными факторами, как экономические тренды, прибыль компаний, талант менеджмента и спрос на товары. Но в краткосрочной перспективе рынки очень чувствительны к психологии инвесторов и техническим факторам, которые влияют на спрос и предложение активов. В целом я считаю, что в краткосрочной перспективе важнее всего уверенность. Случиться может что угодно, а результаты порой оказываются непредсказуемыми и иррациональными.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Со временем рынок выравнивает все. В краткосрочной перспективе психологические и технические факторы могут сделать ожидание результатов особенно болезненным, но нередко в нем кроются и отличные возможности.

////////////////////////////////////

- Рынки меняются, и прежние модели работы устаревают. Противники «вычислительных» фондов указывают на возможные ошибки компьютерного моделирования и лежащих в его основе прогнозов. Компьютеры, которые управляют портфелями, прежде всего ищут выгоду там, где ее можно было получить раньше. Они не могут предсказать изменений этих шаблонов, не могут предчувствовать периоды отклонений и в целом обычно переоценивают надежность исторических данных.

////////////////////////////////////

КРИСТОФЕР ДЭВИС: Уоррен Баффет сказал по этому поводу: «Бойтесь компьютерных гиков с их моделями».

////////////////////////////////////

- Кредитное плечо увеличивает масштаб результата, но не создает стоимости. Вполне разумно использовать кредитное плечо для увеличения инвестиций в активы, доступные по хорошим ценам и предлагающие высокую доходность или высокие премии за риск. Однако опасно при помощи заемных средств приобретать больше активов с невысокой доходностью или спредами за риск — иными словами, активов за полную или избыточную стоимость. Бессмысленно использовать заемные средства, чтобы превратить неадекватную доходность в адекватную.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: Пункт о роли торговли с плечом заслуживает особого внимания. Этот крепкий орешек покоряется немногим инвесторам.

////////////////////////////////////

- Эксцессы вносят свои коррективы. Когда инвесторы видят все в радужном свете и рынки «оценены идеально» на основе предположения, что все и всегда будет хорошо, жди беды. Она может грянуть, потому что предположения инвесторов оказываются слишком оптимистичными, так как случаются негативные события или просто слишком высокие цены не выдерживают собственного веса.

Большую часть этих одиннадцати уроков можно свести к одному единственному: будьте внимательны к тому, что происходит вокруг вас: к балансу между спросом и предложением инвестиционного капитала и готовностью его тратить. Мы знаем, как трудно, когда капитал доступен очень ограниченно и с ним неохотно расстаются: нет спроса на стоящие активы, а экономика замедляется. Это называется кредитным сжатием. Но и обратный процесс заслуживает не меньшего внимания. Официального термина для него нет, возможно, его стоит описать как «слишком много денег, слишком мало идей».

Но, как бы он ни назывался, излишек капитала и сопутствующий ему недостаток благоразумия (то, что мы видели в 2004–2007 годах) и их пагубные последствия могут быть вредны для состояния ваших инвестиций, их нужно быстро выявлять и справляться с ними.

ЗАМЕТКА «НА ЭТОТ РАЗ НИЧЕГО НОВОГО», 17 декабря 2007 года



Глобальный кризис преподнес множество уроков, поскольку налицо было огромное количество серьезных ошибок. Все эти уроки перечислены в моей заметке за декабрь 2007 года. Ловушки подстерегали повсюду: инвесторы ни о чем не беспокоились и в годы, предшествовавшие кризису, были переполнены энтузиазмом. Считалось, что риск побежден, так что можно волноваться только о том, как бы не упустить возможность и не отстать от конкурентов, а вовсе не о том, как бы не потерять деньги. Рискованные, неопробованные инвестиционные инструменты принимались на основании очень шатких предположений. Излишнюю популярность получили сомнительные модели и «черные ящики», финансовые

инженеры и аналитики, потому что в благоприятные времена все это давало рекордную доходность. Объем заемных средств все больше увеличивали.

////////////////////////////////////

ГОВАРД МАРКС: *Высокий уровень доверия и, соответственно, низкий уровень скептицизма всегда играют большую роль в повышении цен, которые, как впоследствии становится ясно всем, поднимаются слишком высоко. Покупка на заемные деньги способствует переоцененности активов, повышает вероятность катастрофы и увеличивает ее масштабы. Это одно из самых рискованных занятий.*

////////////////////////////////////

Почти никто не знал точно, какими окажутся последствия, но можно было понять, что экономика движется к пропасти. Хотя некоторые ловушки нельзя обойти, можно было понять, что их множество, и в результате перейти на более защитное поведение. Те, кто этого не сделал, допустили серьезную ошибку.

Что же могли сделать инвесторы до кризиса? Нужно было:

- обратить внимание на беспечное, неосторожное поведение других участников рынка;
- психологически подготовиться к спаду;
- начать продавать самые рискованные активы;
- сократить использование кредитного плеча;
- переходить в наличные деньги (и возвращать наличность клиентам, если вы инвестировали во что-то еще);
- в целом переориентировать портфели в сторону более защитных активов.

Любое из этих действий помогло бы. Хотя в ходе кризиса 2008 года убытки терпели все, соблюдая осторожность, можно было потерять меньше других, сократить ущерб. Хотя полностью избежать потерь было почти невозможно, осторожное поведение позволило бы лучше чувствовать себя во время спада и извлечь доход во время отката.

Кризис был переполнен потенциальными ловушками: как возможностями поддаться общему настроению и многое потерять, так и возможностями спрятаться и упустить все шансы. В периоды относительно безубыточные люди

начинают воспринимать риск как своего рода волатильность и считают, что могут с этим жить. Если бы это было верно, они бы дожидались снижения цен, инвестировали больше на спаде и получали доход при восстановлении экономики, оказываясь впереди других в долгосрочной перспективе. Но если переоценивать умение мириться с волатильностью и сохранять спокойствие, как это делается почти всегда, эта ошибка обязательно проявится, когда рынок находится на спаде. Потеря уверенности и решительности может заставить инвесторов продавать «на дне», превращая нисходящие колебания цен в безвозвратные убытки и не давая полностью участвовать в предстоящем оздоровлении экономики. Это самая главная ошибка инвестирования, самый неприятный компонент циклического поведения, поскольку она неустранима и может затронуть почти весь портфель.

////////////////////////////////////

КРИСТОФЕР ДЭВИС: Мы пережили это в 1975 году в Davis Advisors.

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Инвестор, познай самого себя. Насколько большие убытки ты можешь вынести на спаде экономики? Это нужно учитывать при первичном распределении активов твоего портфеля между отдельными инструментами или группами активов.

////////////////////////////////////

Как антициклическое поведение было ключевым элементом ослабления воздействия недавнего кризиса, так циклическое поведение было его главной ловушкой. Инвесторы, которые оставались в «бычьих» позициях с ростом рынка или даже усиливали их, оказались менее подготовлены как к кризису, так и к последующему восстановлению рынка.

- Спады имели максимальное психологическое воздействие.
- Маржин-коллы и конфискация залогового обеспечения сокращали портфели, которые были сформированы при активном использовании заемных средств.
- Проблемные активы требовали немедленных действий и занимали все внимание управляющих.
- Как обычно, потеря уверенности не дала многим инвесторам возможности отреагировать правильно в нужное время.

В то время, когда вы не можете получить относительную сверхдоходность, инвесторы с защитным поведением и их клиенты, пострадавшие меньше других, чувствуют себя при обвале рынка более комфортно, поскольку теряют меньше остальных. Этот факт имеет два очень важных последствия. Во-первых, он позволяет им сохранять душевное равновесие и противостоять психологическому давлению, которое часто заставляет продавать активы по дешевке. Во-вторых, благодаря этому они могут извлечь доход из последующего спада экономики, покупая по низкой цене. Таким образом, впоследствии они обычно извлекают больше дохода.

Именно это и происходило в последние годы. Кредитные рынки были особенно сильно затронуты кризисом 2007–2008 годов, поскольку именно они стали полем для инноваций, излишнего риска и избыточного использования кредитного плеча. Соответственно, и их доходность в 2009 году оказалась лучшей в истории. Пережить спад и купить во время него активы по низкой цене оказалось отличной формулой успеха — особенно относительного. Но для начала следовало избежать всех ловушек.



Существует множество ошибок, которые можно совершить; перечислить их все просто нереально. Но вот самые типичные:

- ошибка в данных или вычислениях при анализе приводит к неверному определению стоимости актива;
- недооценивается весь спектр возможных исходов или их последствия;
- жадность, страх, зависть, самоуверенность, легковерие, конформизм, капитуляция или любое сочетание этих факторов доходит до крайности;
- в результате принятие риска либо его избегание становится избыточным;
- цены существенно отклоняются от внутренней стоимости;
- инвесторы не замечают этих отклонений, а напротив, вносят свой вклад в их развитие.

В идеале проницательные и благоразумные инвесторы, руководствующиеся мышлением второго уровня, обращают внимание на ошибки анализа, а также на отсутствие должной реакции со стороны других участников рынка.

Они выявляют переоцененные или недооцененные активы на перегретых или замерших рынках. Они ставят себе задачу избежать ловушек, в которые попали другие, а из их ошибок извлечь выгоду. В целом определить ошибку инвестирования очень просто: это цены, которые отличаются от внутренней стоимости. Заметить и воспользоваться этим куда сложнее.

Удивительно, но ошибки оказываются своего рода «плавающими». Порой цены слишком высокие, а порой слишком низкие. Иногда отклонение цены от внутренней стоимости касается отдельных бумаг или активов, а иногда целых рынков — то одного, то другого. Иногда ошибка состоит в неправильных действиях, а иногда в бездействии, иногда — в «бычьих», иногда в «медвежьих» настроениях. И, разумеется, по определению эту ошибку совершает большинство людей, поскольку без этого она бы просто не существовала. Играть против рынка тяжело: в одиночестве вы быстро начнете сомневаться в собственной правоте.

Как и в случае с большинством задач, которые обсуждаются в этой книге, избегание ловушек, определение ошибок и действия в соответствии с ними не подчиняются четким правилам, алгоритмам и схемам действий. Однако необходимы внимательность, гибкость и образ мыслей, настроенный на чуткое улавливание подсказок со стороны среды.

Один из способов улучшения результатов инвестирования, который мы стремимся задействовать в Oaktree, — думать, какой может быть «сегодняшняя ошибка», и стараться ее избежать.

////////////////////////////////////
ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Это наименее страшный вариант. Хорошие инвесторы по этому поводу не сильно беспокоятся.*
 //////////////////////////////////////

В инвестировании бывают ситуации, когда ошибкой может оказаться:

- отказ от покупки;
- мало покупок;
- опасение поднять ставку на аукционе;
- избыток наличности;

- недостаточное использование заемных средств;
- недостаточный риск.

Не думаю, что это относится к 2004 году. По-моему, никто из пациентов, ожидающих операции на сердце, не говорил: «Мне следовало больше ходить на работу». Точно так же, думаю, в ближайшие несколько лет никто, оглядываясь назад, не будет говорить: «В 2004 году мне следовало больше инвестировать».

Напротив, я думаю, что ошибкой того года является:

- слишком много покупок;
- излишне агрессивные покупки;
- избыточные ставки на аукционе;
- чрезмерное использование заемных средств;
- излишний риск в погоне за доходностью выше среднего.

Бывают времена, когда ошибкой инвестирования является бездействие: вы должны были что-то сделать, но не сделали. Сегодня же, на мой взгляд, ошибки связаны именно с излишком активности: вы сделали что-то, чего делать не стоило. Бывают времена агрессивности. Сейчас же, на мой взгляд, пришло время осторожности.

ЗАМЕТКА «РИСК И ДОХОДНОСТЬ СЕГОДНЯ», 27 октября 2004 года

Наконец, важно иметь в виду, что помимо периодов, когда ошибки кроются в действиях (например, в покупке) и когда ошибкой будет бездействие (отказ от покупки), бывают годы, почти свободные от ошибок. Когда психология инвесторов находится в точке равновесия, а страх и жадность уравнивают друг друга, цена активов оказывается близка к их внутренней стоимости. В этом случае убедительного образа действий нет, и это тоже важно понимать. Когда ничего умного сделать нельзя, потенциальная ловушка может таиться в том, что вы стремитесь сделать что-то умное.

КРИСТОФЕР ДЭВИС: Отличное изречение.

19

Самое важное — это... делать качественные инвестиции

Доходность инвесторов, которые обеспечивают прирост стоимости своего портфеля, асимметрична. Процент доли рынка, которую они захватывают, выше процента убытков, которые они несут... Чтобы в благоприятной среде больше увеличивать стоимость портфеля, чем терять в неблагоприятной, требуются серьезные навыки. Это и есть та асимметрия инвестиций, которая нам нужна.

Не так сложно держаться вровень с рынком в отношении риска и доходности. Чтобы быть лучше рынка, нужно увеличивать стоимость портфеля. Это требует у инвестора значительных талантов, выдающейся интуиции. Итак, сейчас, когда книга уже подходит к концу, мы вновь возвращаемся к первой главе и к исключительным способностям обладателей мышления второго уровня.

Цель этой главы — объяснить, что такое прирост стоимости для умелых инвесторов. Для этого я собираюсь ввести в изложение два термина из теории инвестиций. Первый — коэффициент бета — отношение относительной чувствительности портфеля к колебаниям рынка. Другой — коэффициент альфа. Я определяю его как личные навыки инвестора, способность генерировать доходность, не связанную с динамикой рынка.



Как я уже говорил, достичь средней по рынку доходности несложно. Пассивный индексный фонд даст именно такой результат, имея в портфеле все бумаги соответствующего рыночного индекса пропорционально их капитализации. Таким образом, этот фонд отражает характеристики выбранного

индекса — например, потенциал роста, риск спада, коэффициент бета или волатильность, рост, богатство или бедность, качество или его отсутствие — и приносит соответствующий доход. Это крайний случай инвестирования без прироста стоимости.

Допустим, например, что все инвесторы в ценные бумаги начинают не с чистого листа, а с возможности простого воспроизведения индекса. Они могут выйти из игры и просто пассивно покупать определенное рынком число всех акций, входящих в индекс. В этом случае их доходность будет совпадать с доходностью индекса. Или они могут попробовать превзойти рынок, активно инвестируя.

У активных инвесторов есть несколько возможностей. Во-первых, они могут решить сделать свой портфель более агрессивным или более защитным, чем индекс, — как на постоянной основе, так и при попытке найти подходящий момент для входа в рынок. Например, если инвесторы выбирают агрессивность, они могут повысить чувствительность своих портфелей к рынку, либо увеличив количество акций, которые больше других подвержены колебаниям, либо используя заемные средства. Это увеличит «системный» риск портфеля, то есть коэффициент бета. (Однако теория утверждает, что, хотя доходность портфеля тоже может вырасти, разница будет полностью зависеть от увеличения системного риска. Таким образом, это не повысит доходность портфеля с поправкой на риск.)

Во-вторых, инвесторы могут решить отклониться от индекса и воспользоваться возможностью выбора акций — купить большее количество одних акций, входящих в индекс, почти или полностью избавиться от других, добавить некоторые акции, вообще не входящие в индекс. Тем самым они изменят чувствительность своих портфелей к конкретным событиям, которые происходят в отдельных компаниях, а значит, и к динамике цен, затрагивающей лишь определенные акции, а не весь индекс. Поскольку при составлении таких портфелей происходит отклонение от индекса по «несистемным» (можно сказать уникальным) причинам, доходность тоже не будет совпадать со средней по рынку. Однако в долгосрочной перспективе, если не окажется, что эти инвесторы обладают выдающейся интуицией, все эти отклонения сгладятся и доходность с поправкой на риск окажется примерно такой же, как и у собственно индекса.

Активные инвесторы, не обладающие теми выдающимися способностями, которые описаны в главе 1, ничем не превосходят пассивных инвесторов, потому и их портфели редко показывают лучшую доходность, чем пассивные портфели. Они могут очень стараться, концентрировать усилия на агрессии или защите, резко увеличивать объем вложений, но их доходность с поправкой на риск едва ли окажется лучше, чем у пассивных портфелей. (А может оказаться и хуже из-за постоянных несистемных рисков и бессмысленных операционных расходов.)

Это не значит, что если рыночный индекс вырастет на 15%, то любой не обеспечивающий прирост стоимости портфеля активный инвестор тоже получит доходность 15%. У всех будут разные активные портфели, и некоторые покажут доходность лучше других... однако ее нельзя будет назвать устойчивой или стабильной. Вместе они будут отражать структуру рынка, но, разумеется, у каждого свои особенности.

Агрессивные инвесторы, склонные к риску, по всей вероятности, опередят индекс в хорошие времена и будут терять больше, чем он, при наступлении тяжелых времен. И здесь в игру вступает коэффициент бета. Под коэффициентом бета в теории понимается относительная волатильность, или отношение доходности портфеля к доходности рынка. Портфель с коэффициентом бета выше 1 обычно бывает более волатильным, чем соответствующий рынок, а портфель с коэффициентом бета ниже 1 — менее волатильным. Умножив доходность рынка на коэффициент бета, вы получите ту доходность, которую соответствующий портфель должен будет принести, если исключить несистемный риск. Если рынок вырастет на 15%, то портфель с коэффициентом бета 1,2 должен принести 18%-ную доходность (плюс или минус коэффициент альфа).

На основе этого теория утверждает, что увеличение доходности объясняется увеличением коэффициента бета, то есть системного риска. Она также говорит о том, что доходность не увеличивается для компенсации иных, несистемных рисков. Почему? Согласно теории, риск, который компенсируется рынком, — это внутренний, неизбежный риск инвестиций; его называют системным, «недиверсифицируемым». Несистемные риски возникают из-за решения держать конкретные акции. Поскольку этот риск можно устранить посредством диверсификации, то почему инвесторам должна полагаться какая-то дополнительная компенсация за это?

Таким образом, согласно теории, формула вычисления результатов портфеля (y) выглядит так:

$$y = \alpha + \beta \times x,$$

где x — доходность рынка.

Зависимая от рынка доходность портфеля равняется коэффициенту бета, умноженному на доходность рынка, плюс коэффициент альфа (доходность, связанная с опытом), хотя, разумеется, теория утверждает, что коэффициента альфа не существует.

Хотя я не считаю, что риск и волатильность — одно и то же, я настаиваю на том, чтобы рассматривать доходность портфеля в свете его общего риска, о чем уже говорилось ранее.

////////////////////////////////////

КРИСТОФЕР ДЭВИС: *Но насколько правильно измерять риск коэффициентом бета? Кажется, это несколько противоречит предыдущим рассуждениям о риске. Но даже если коэффициент бета — это не самая подходящая или понятная мера, можно с уверенностью сказать, что в Oaktree проводят прекрасную работу по оценке рисков.*

////////////////////////////////////

Управляющий, который получил 18% благодаря рискованному портфелю, не всегда лучше того, который получил 15%-ную доходность с портфелем меньшей рискованности. Все дело в доходности с поправкой на риск, даже если, на мой взгляд, риск уместнее оценивать качественно, а не количественно (поскольку количественная оценка риска, не относящегося к волатильности, вряд ли возможна).

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Очень важное замечание для тех, кто изучает бизнес (и кого обычно учат иначе)!*

////////////////////////////////////

Конечно, я отвергаю идею о том, что альфа в этом уравнении неизбежно равна нулю. Навыки инвестирования существуют, просто они есть не у всех.

Только рассматривая доходность с поправкой на риск, мы можем определить, обладает ли инвестор выдающейся интуицией или опытом, то есть увеличивает ли этот инвестор стоимость портфеля.

Модель коэффициентов альфа и бета — отличный способ оценки портфелей, управляющих портфелями, инвестиционных стратегий и схем распределения активов. Это организованная схема определения того, до какой степени доходность определяется влиянием среды, а до какой — приростом стоимости, то есть заслугой управляющего. Например, очевидно, что данный управляющий никакими талантами не обладает.

Период	Эталонная доходность	Доходность портфеля
1	10	10
2	6	6
3	0	0
4	-10	-10
5	20	20

Не обладает нужными навыками и этот управляющий (который обеспечивает лишь половину эталонной доходности).

Период	Эталонная доходность	Доходность портфеля
1	10	5
2	6	3
3	0	0
4	-10	-5
5	20	10

Или этот (зарабатывающий вдвое больше).

Период	Эталонная доходность	Доходность портфеля
1	10	20
2	6	12
3	0	0
4	-10	-20
5	20	40

У этого кое-какие навыки есть.

Период	Эталонная доходность	Доходность портфеля
1	10	11
2	6	8
3	0	-1
4	-10	-9
5	20	21

А этот действительно молодец.

Период	Эталонная доходность	Доходность портфеля
1	10	12
2	6	10
3	0	3
4	-10	2
5	20	30

Этот тоже неплох, если вы готовы мириться с волатильностью.

Период	Эталонная доходность	Доходность портфеля
1	10	25
2	6	20
3	0	-5
4	-10	-20
5	20	25

Эти таблицы дают понять, что «превзойти рынок» и «показывать выдающиеся инвестиционные результаты» — не всегда синонимы; см., например, первый и второй годы в третьем примере. Важна не только доходность, но и риск, на который идут ради этой доходности.

ЗАМЕТКА «ДОХОД И ОТКУДА ОН БЕРЕТСЯ», 11 ноября 2002 года

Все эти соображения важно держать в уме, оценивая мастерство инвестора и сравнивая результаты защитного и агрессивного инвесторов. Этот процесс можно назвать *поправкой на стиль*.

В непростой год защитные инвесторы теряют меньше, чем агрессивные. Увеличивают ли они стоимость портфеля? Не всегда. В хорошие годы агрессивные инвесторы зарабатывают больше, чем защитные. Сделали ли они свою работу лучше? Мало кто ответит утвердительно, не разобравшись как следует.

Один-единственный год почти ничего не говорит о способностях, особенно если результаты совпадают с тем, что можно было бы ожидать с учетом стиля инвестирования. То, что сторонник риска достигает отличных результатов на растущем рынке, а консервативный инвестор почти ничего не теряет на спаде, не говорит нам почти ничего. Главное — это то, как они действуют в долгосрочной перспективе и в ситуациях, для которых их стиль мало подходит.

Разобраться нам поможет простая таблица.

	Агрессивный инвестор	Обороняющийся инвестор
Без способностей	Получает высокую доходность на растущем рынке и много теряет на спаде	Не теряет много на спаде, но мало зарабатывает на растущем рынке
Способный	Получает высокую доходность на растущем рынке, но не так много теряет на спаде	Не теряет много на спаде, но получает солидную доходность на растущем рынке

Эта таблица говорит о симметричных и асимметричных результатах. Инвесторы без особого таланта просто получают рыночную доходность или убытки с поправкой на свой стиль инвестирования. Неумелые агрессивные инвесторы сильно колеблются в обоих направлениях, а защитные инвесторы демонстрируют слабую динамику. Помимо выбора стиля эти инвесторы ничего не достигли. У таких инвесторов все хорошо, если их стиль подходит к текущей ситуации, и все плохо в неблагоприятных условиях.

Напротив, доходность инвесторов, которые увеличивают стоимость портфеля, асимметрична. То, что они зарабатывают на рынке, выше убытков, которые они несут. Талантливые агрессивные инвесторы не только хорошо смотрятся на «бычьем» рынке, но и не сдают позиции на «медвежьем», в то время как защитные инвесторы почти ничего не теряют на «медвежьем» рынке и хорошо зарабатывают на «бычьем». Инвестирование — это палка о двух концах,

и в нем все симметрично, кроме выдающихся способностей. Чтобы в благоприятной среде обеспечивать прирост стоимости, а не терять в неблагоприятной, требуется серьезное искусство. Это и есть та асимметрия инвестиций, которая нам нужна. Выдающиеся способности — это *непрерывное* требование для нее.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: *Снова стоит отметить, что выявление талантливого инвестора требует понимания процесса инвестирования, а не просто оценки последней доходности.*

////////////////////////////////////



Надежды на результат Oaktree я бы описал так.

В хорошие для рынка годы вполне достаточно держаться на среднем уровне. В благоприятное время зарабатывают все, и я так и не услышал убедительного объяснения, почему важно обгонять рынок, который и так работает хорошо. Нет, в хорошие годы среднего уровня достаточно.

Однако в трудные годы мы считаем необходимым превосходить рынок. Наши клиенты, как и мы сами, не хотят нести бремя убытков рынка в полном объеме.

Таким образом, наша цель — быть на уровне рынка, когда дела идут хорошо, и выше рынка, переживающего спад. На первый взгляд эта цель может показаться слишком скромной, но на самом деле она чрезвычайно амбициозна.

Чтобы не отставать от растущего рынка, портфель должен обладать хорошим уровнем коэффициента бета и коррелировать с рынком. Но если коэффициент бета и корреляция помогают нам на пути вверх, разве не должны они точно так же тянуть нас вниз?

Если мы хотим падать меньше, чем рынок в трудные времена, но при этом полностью участвовать в его подъеме, единственное, на что мы можем надеяться, это коэффициент альфа, то есть способности.

Это пример инвестирования, обеспечивающего прирост стоимости портфеля, и десятилетия работы подтверждают, что добиться этого можно только благодаря опыту инвестирования.

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Однако, в отличие от Oaktree, многие инвестиционные компании значительно увеличивают объем активов в портфелях в результате хорошей долгосрочной работы. Имея больше капитала, управляющие часто оказываются вынужденными инвестировать не так, как они планировали. Oaktree же возвращает капитал, когда возможностей становится меньше. Этому примеру следуют немногие.

Асимметрия — улучшение результатов по сравнению с тем, что можно было бы ожидать в соответствии с выбранным инвестиционным стилем, — должна быть целью любого инвестора.

20

Самое важное — это... умеренные ожидания

Ожидания прибыли должны быть разумными. Все остальное приведет к проблемам, в основном связанным с принятием дополнительного риска.

Я хочу отметить, что никакая инвестиционная деятельность, скорее всего, не принесет успеха, если ее цель не будет четко определена и обоснована как в абсолютном выражении, так и в отношении риска. Любые попытки инвестирования должны начинаться с формулировки того, чего вы пытаетесь достичь. Ключевые вопросы: в чем ваша конечная цель, на какой риск вы готовы пойти и какая ликвидность может потребоваться в процессе.



Поставленные цели должны быть разумными. На какую доходность мы можем надеяться? Большую часть времени, хотя необязательно в данный момент, разумно ожидать доходность в виде одиночных цифр или небольших двузначных значений. Большая двузначная доходность — это что-то исключительное, ее нужно рассматривать как поле деятельности опытных профессионалов (и только лучших из них). То же самое можно сказать и об особенно устойчивых результатах. Если ожидать слишком много в этом отношении, неизбежны разочарования или убытки. Противоядие только одно: всегда спрашивать себя — вдруг результат, которого вы ожидаете, слишком хорош, чтобы быть правдой. Это требует скептицизма — качества, необходимого для успеха любых инвестиций.

Я считаю, что при нормальном уровне риска и хорошем функционировании финансовых рынков не стоит ожидать доходности, значительно

превосходящей только что описанную. Более высокая доходность «противоестественна», а ее достижение требует сочетания ряда факторов:

- исключительно депрессивная среда, в которой выгодно покупать (и надежда, что она сменится удачной средой, в которой выгодно продавать);
- выдающиеся навыки инвестирования;
- принятие высоких рисков;
- высокое кредитное плечо;
- удача.

Таким образом, инвесторы должны стремиться к высокой доходности, только если считают, что некоторые элементы этого списка присутствуют, и готовы поставить на это деньги. Однако каждый из этих пунктов влечет за собой определенные проблемы. Хорошие возможности для покупки представляются не каждый день. Исключительный талант, по определению, редок. Риск оборачивается против вас, если дела начинают идти плохо. То же относится и к кредитному плечу, которое работает в двух направлениях — увеличивает и доходность, и убытки. А уж на удачу определенно полагаться не приходится. Умения — наименее эфемерный элемент из этого списка, но он встречается редко, а кроме того, даже на умения нельзя положиться при стремлении получать высокую доходность в низкодходной среде.



Время от времени случаются события, которые наглядно демонстрируют важность разумных ожиданий, и трудно придумать более яркий пример, чем недавний* скандал с Мейдоффом.

Бернард Мейдофф создал самую крупную финансовую пирамиду из всех, какие только видел свет. Ему это удалось во многом благодаря тому, что его инвесторы просто не задавались вопросом, насколько такие достижения вообще осуществимы.

* Схема была вскрыта в конце 2008 года, в 2009 году Мейдофф был приговорен к 150 годам тюремного заключения. *Прим. науч. ред.*

Доходность, которую объявил Мейдофф, была не такой уж высокой: всего около 10% годовых. Исключительным было то, что она оставалась неизменной из года в год. Даже убыточный месяц был редкостью. Но почти никто не спрашивал, чем обеспечена эта доходность и насколько это вообще возможно.

Большую часть XX века обыкновенные акции приносили 10%-ную доходность, но существовала значительная волатильность, а в некоторые годы они даже приносили убыток. Более того, хотя средняя доходность и составляла 10%, доходность каждого года почти всегда значительно отклонялась от этого уровня. История свидетельствует о том, что доходность акций сильно колеблется от года к году.

Если вы хотите получать стабильную доходность, лучше инвестировать в казначейские векселя и не подвергать себя угрозе волатильности цен, кредитных рисков, инфляции или отсутствия ликвидности. Но доходность казначейских векселей исторически очень низка.

Как же Мейдофф мог получать существенно более высокую доходность по акциям со стабильностью, характерной для облигаций? Какими из пяти элементов, перечисленных выше, он мог обладать?

- Он отчитывался о такой доходности в течение почти двадцати лет независимо от состояния инвестиционной среды.
- Никто не считал, что он обладает исключительным инвестиционным чутьем, а если его компьютерная модель была настолько хороша, то почему другим не удавалось ее построить и повторить его результаты?
- Он заявлял, что его действия не основаны на прогнозировании направления движения рынка или выборе отдельных акций.
- Утверждалось, что его подход не связан с торговлей с плечом.
- Никому не может столько времени просто везти.

Разумного объяснения успехам Мейдоффа просто не было. Его инвесторы могли сказать либо «Я все проверил», либо «Все нормально», но никак не «Я все проверил, и все нормально». Его метод и результаты были попросту невоспроизводимы: чтобы работать с капиталом такого объема, существовало не так много вариантов, к тому же стратегия, которую описывал он сам, не могла объяснить отсутствия убыточных месяцев. Но люди регулярно

сдерживали недоверие и принимали необоснованные ожидания, когда узнавали о возможности легких денег. Скандал с Мейдоффом — яркий пример того, как важно вовремя сказать «это слишком хорошо, чтобы быть правдой» и не питать несбыточных надежд. Но мало кому это удается.

Продолжая тему Мейдоффа, я хочу предложить еще один хороший способ отделить разумное от неразумного. Помимо вопроса «Не слишком ли это хорошо, чтобы быть правдой?», задайтесь и другим: «Почему именно я?» Когда продавец по телефону описывает вам верный путь к богатству, поинтересуйтесь, почему этот путь предлагается именно вам, а не пытайтесь придумать объяснения самостоятельно. Точно так же (хотя здесь ситуация чуть сложнее), если экономист или стратег предлагает совершенно четкую картину будущего, спросите, отчего этот человек до сих пор вынужден зарабатывать себе на жизнь, поскольку при помощи деривативов корректные прогнозы можно превратить в большие доходы, не имея достаточного капитала.



Все хотят знать, как составлять корректные суждения, которые могут привести к успешным инвестициям. В последнее время меня часто спрашивают: «Откуда вы знаете, что инвестируете в момент наибольшего спада, что вы не поспешили?» Нахождение дна — это действие, относительно которого ожидания должны быть разумными. Мой ответ прост: «Я не знаю».

«Дно» — это точка, в которой цена актива перестает падать и готовится к восстановлению. Определить такую точку можно только в ретроспективе.

Если бы рынки были рациональными и ни один актив нельзя было бы продать меньше, чем за его «справедливую цену», можно было бы сказать, что дно достигается, когда цена доходит до этой точки. Но, поскольку рынки постоянно выходят за все возможные пределы и цены продолжают падать еще долго после достижения «справедливой цены», нет способа понять, что цена достигла минимума. Важно осознавать, что «дешево» — не синоним «больше не упадет».

Я стараюсь смотреть на вещи логически. Есть три способа купить падающий актив: на спаде, на дне и на подъеме. Я не уверен, что кто-то может точно определить, что дно достигнуто, а в момент, когда это все же происходит, порой уже и продавать нечего.

Когда дно будет преодолено и цена начнет расти, это может заставить покупать и других, а также приободрить держателей активов и уберечь их от продажи. Предложение снижается, и крупные покупки уже трудно осуществить. Покупатель осознает, что он опоздал.

Остается только покупать во время падения. Сам факт того, что мы покупаем, пока цена продолжает падать, часто заставляет других скрываться за оправданием «не наше дело ловить падающие ножи». А ведь именно тогда, когда падают ножи, и совершаются самые выгодные сделки.

Вольтер сказал: «Лучшее — враг хорошего». Это особенно применимо к инвестированию, когда ожидание наиболее выгодных условий (например, покупки только на дне) может привести к тому, что вы упустите возможность купить. Идеала в инвестировании достичь нельзя; мы можем только пытаться сделать больше хороших инвестиций и исключить как можно больше плохих.

Как Oaktree понимает, что пора покупать? Мы отказываемся от идеи достичь совершенства или с точностью определить, что дно уже достигнуто. Мы покупаем, когда считаем, что данный актив достаточно дешев. Если он становится еще дешевле, мы покупаем еще больше. А если мы расходуем на это весь свой капитал, то считаем, что сможем увеличить его.

Один из шести ключевых принципов нашей философии инвестирования — отказ от поиска наилучшего момента для совершения сделки. Однако мы тратим много усилий на оценку рыночной среды и определенно не занимаемся инвестициями, не учитывая своей позиции о влиянии на эту среду риска и доходности. Наша незаинтересованность в выборе момента сделки скорее означает, что если мы находим что-то привлекательное, то никогда не говорим: «Сегодня это дешево, но через шесть месяцев, наверное, будет еще дешевле, так что лучше подождем». Считать, что вам всегда удастся покупать на дне, просто наивно.



Помимо излишнего доверия и недостаточного осознания риска, нереалистичные ожидания, на мой взгляд, сыграли большую роль в развитии последнего финансового кризиса и последующего обвала рынка. Вот как я представляю себе отношение к доходности типичного инвестора (не важно, индивидуального или институционального) в 2005–2007 годах:

«Мне нужно 8% годовых. Я был бы рад получить 10%. 12% — это еще лучше. 15% — отлично. 20% — великолепно. А 30% — уже просто потрясающе».

Для большинства людей в этом воображаемом монологе все нормально. Но что-то не так... потому что инвестор не задался вопросами, насколько разумна поставленная цель и что нужно предпринять для ее достижения. Истина же в том, что попытки получить более высокую доходность в определенных условиях обычно требуют повышенного риска: работы с более рискованными акциями или облигациями, большей концентрации портфеля или повышения кредитного плеча.

Вместо всего этого типичный инвестор должен был сказать примерно следующее:

«Мне нужно 8%. Я был бы рад получить 10%. 12% — это еще лучше. Но стремиться к большему я не буду, потому что это повлечет за собой риски, на которые я не готов. 20% мне не нужно».

Я призываю вас думать о «достаточно хорошей доходности». Необходимо понимать, что бывает доходность настолько высокая, что не стоит к ней стремиться, а также риски, на которые не стоит идти.



Инвестиционные ожидания должны быть разумными. Все остальное приведет к проблемам, в основном связанным с принятием на себя повышенного риска. Прежде чем проглотить, как наживку, обещание сверхвысокой доходности без риска или устойчивой «абсолютной доходности», существенно превышающей доходность казначейских векселей, нужно скептически подумать, действительно ли эта доходность достижима и не является ли обычной приманкой; как инвестор вашего уровня может этого действительно добиться; почему такая привлекательная возможность оказалась доступна вам, причем так дешево. Иными словами — не слишком ли это хорошо, чтобы быть правдой?

21

Самое важное — это... свести все воедино

Лучшая основа для успешного инвестирования — или успешной инвестиционной карьеры — это стоимость. Нужно хорошо представлять себе, сколько стоит актив, который вы намереваетесь купить. Оценка актива состоит из многих компонентов, и есть много способов ее осуществления. Упрощая, можно сказать, что это деньги на счете и материальные активы, способность компании или актива генерировать денежные средства и потенциал для увеличения всего этого.

////////////////////////////////////

ПОЛ ДЖОНСОН: Все отрывки, приведенные в этой главе, следует прочитать и запомнить. Эта глава — прекрасное резюме книги, и инвесторам стоит регулярно ее перечитывать.

////////////////////////////////////

Чтобы добиться выдающихся результатов в инвестировании, вы должны прекрасно разбираться в стоимости активов. Вам следует либо узнавать то, чего не знают другие, либо иначе смотреть на вещи, либо преуспевать в анализе, а в идеале все это вместе.



Ваш взгляд на стоимость должен основываться на надежных фактах и анализе, и придерживаться его следует твердо. Только тогда вы поймете, когда следует покупать, а когда продавать. Лишь четкое понимание стоимости даст вам дисциплину, которая нужна для получения доходов от переоцененного актива, который, по всеобщему мнению, будет постоянно расти в цене, или мужество, необходимое, чтобы держать акции в кризис, когда цены постоянно

снижаются. Конечно, чтобы эти действия действительно приносили доход, ваша оценка стоимости должна быть верной.



Взаимосвязь цены и внутренней стоимости актива лежит в основе успешных инвестиций. Покупка ниже внутренней стоимости — самый верный путь к доходам. Покупка выше внутренней стоимости оправдывается редко.



ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Этот принцип лежит в основе любого грамотного инвестирования.



Почему актив может продаваться ниже внутренней стоимости? Удачные возможности для покупки существуют в основном потому, что общее восприятие недооценивает реальность. Если высокое качество выявить легко, то распознать дешевизну сложнее. Поэтому инвесторы часто ошибочно принимают объективную оценку за возможность для инвестиций. Выдающийся инвестор никогда не забывает, что его цель — сделать выгодные покупки, а не найти выгодные активы.



Помимо роста потенциальных доходов, покупка по цене ниже внутренней стоимости — ключевой элемент в деле ограничения риска. Никогда не соглашаться на завышенную цену и не участвовать в «перегретом» рынке дает тот же эффект.



На отношения между ценой и реальной стоимостью влияют психология и технические показатели, которые в краткосрочной перспективе могут преобладать над фундаментальными характеристиками. Значительные колебания

в цене из-за этих двух факторов создают возможности для больших доходов или серьезных ошибок. Чтобы получить прибыль и избежать риска, нужно твердо держаться за понятие стоимости и не обращать внимания на психологию и технические показатели.



Экономики и рынки носят циклический характер, они колеблются вверх и вниз. Какое бы направление ни наблюдалось в данный момент, большинство людей предпочитают верить, что движение в эту сторону будет продолжаться всегда. Такие мысли — источник повышенной опасности: они отравляют рынки, доводят оценки до крайностей, способствуют образованию «пузырей» и созданию паники, противостоять которой для большинства инвесторов оказывается сложно.



Точно так же психология толпы инвесторов изменяется регулярно и напоминает движение маятника — от оптимизма к пессимизму, от доверчивости к скептицизму, от страха упустить возможность к страху потерять деньги, от готовности покупать до желания все срочно продать. Колебания маятника заставляют толпу покупать дорого и продавать дешево. Таким образом, идти за толпой — верная дорога к катастрофе, а игра против рынка в его экстремумах помогает избежать убытков и в конечном счете приносит успех.



Стремление избегать риска, которое является необходимой составляющей рационального рынка, порой ощущается слабо, а иногда слишком сильно. Колебания настроений инвесторов в этом отношении играют очень важную роль в формировании рыночных «пузырей» и кризисов.



Никогда нельзя недооценивать силу психологического воздействия. Жадность, страх, вера в невероятное, конформизм, зависть, эго, склонность

к капитуляции — все это черты человеческой природы, и их влияние на людей очень велико, особенно если речь идет о крайних точках рынка. Они воздействуют на всех, чувствует их и разумный инвестор. Никто из нас не должен считать, что защищен от них, — иммунитета к ним нет. Однако, несмотря на это, им нельзя поддаваться, нужно понять их и противостоять им. Разум должен побеждать эмоции.



Большинство трендов (как «бычьих», так и «медвежьих») со временем проходят и приносят доход тем, кто распознал их сразу, но наказывают тех, кто присоединился к ним в числе последних. Моя любимая поговорка об инвестициях иллюстрирует это: «То, что мудрец делает в начале, глупец делает в конце». Способность противостоять крайностям встречается редко, но это важное умение большинства успешных инвесторов.



Невозможно точно узнать, когда перегретый рынок пойдет вниз или когда спад сменится подъемом. Но, несмотря на это, полезно знать, в какой точке мы находимся в данный момент. Понять это можно по поведению окружающих. Когда другие инвесторы беспечны, мы должны быть осторожны; когда инвесторы в панике, мы должны действовать агрессивно.



Однако даже игра против рынка не всегда будет приносить доход. Лучшие возможности для покупки и продажи связаны с крайностями рынка, так что они по определению случаются не каждый день. Нам же нужно покупать и продавать и на других стадиях цикла, поскольку мало кого из нас устроит возможность действовать лишь раз в несколько лет. Нужно понимать, когда обстоятельства складываются не так благоприятно, и быть осторожнее.



Покупка на основе четкого понимания истинной стоимости по более низкой цене и в условиях общей психологической подавленности обычно дает самые лучшие результаты. Но даже в этом случае обстоятельства могут складываться неблагоприятно довольно долго. *Недооцененные* активы — это не синоним активов, которые скоро *поднимутся в цене*. Отсюда следует мой второй ключевой вывод: «Слишком сильно опередить свое время — значит оказаться неправым». Нужны терпение и смелость, чтобы придерживаться своих убеждений достаточно долго, чтобы они оказались верными.



Помимо умения оценить стоимость и действовать в соответствии с этой оценкой, успешные инвесторы должны обладать здоровым подходом к риску. Они должны игнорировать академическое определение риска как чистой волатильности и понимать, что наиболее значимый риск — это вероятность постоянных убытков. Им следует отказываться от увеличения рисков, которое пытаются выдать за верную формулу успеха инвестиций, и знать, что более рискованные инвестиции могут вызвать широкий спектр возможных исходов и повлечь за собой высокую вероятность убытков. Им необходимо обладать чутьем на потенциальные убытки, присутствующие в каждой инвестиции, и идти на риск только тогда, когда вознаграждение за него более чем адекватно.



Большинство инвесторов склонны все упрощать, они интересуются только возможностями получить доход. Некоторые из них все же понимают, что риск имеет не меньшее значение, чем доходность. Но редкий инвестор достигает мудрости, необходимой для понимания корреляции между этими величинами — ключевого элемента контроля рисков в инвестиционном портфеле. Из-за разницы в корреляции отдельные активы с одинаковым уровнем абсолютного риска могут, сочетаясь различным образом, приводить к совершенно

разным общим уровням риска. Большинство инвесторов считают, что диверсификация — это просто владение многими разными активами; немногие понимают, что диверсификация эффективна, только если составляющие портфеля действительно будут по-разному вести себя при определенном развитии событий.



Хотя агрессивное инвестирование при правильном применении может приносить прекрасные результаты, особенно в благоприятные времена, оно едва ли может сравниться с защитным в стабильности. Таким образом, многие выдающиеся инвестиционные результаты связаны с ограниченной свободой действий и серьезными убытками.

Девиз Oaktree — «Если избавиться от проигравших, то победители позаботятся о себе сами» — за многие годы прекрасно себя зарекомендовал. Диверсифицированный портфель активов, каждый из которых вряд ли принесет существенные убытки, хорошая стартовая точка для будущего успеха в инвестициях.



Контроль риска лежит в основе защитного инвестирования. Вместо того чтобы пытаться делать все правильно, защитный инвестор концентрируется на том, чтобы не совершить ошибок. Поскольку обеспечение возможности для выживания в неблагоприятных обстоятельствах несовместимо с максимальными доходами в благоприятные времена, инвесторы должны решить, как уравновесить эти два подхода. Защитный инвестор делает ставку на первый из них.



Запас на ошибку — важнейший элемент защитного инвестирования. Пока все идет, как ожидалось, большинство инвестиций успешны, но только запас на ошибку смягчит печальные последствия неблагоприятного развития событий. Инвестор может получить запас на ошибку, делая ставку на осязаемую, внутреннюю стоимость здесь и сейчас, покупая только в том случае, если цена сильно ниже внутренней стоимости, избегая торговли с плечом,

диверсифицируя. Концентрация на этих элементах может сократить ваши доходы в благоприятное время, но значительно повысит шансы остаться невредимым, когда все идет не как надо. Мое третье любимое изречение: «Никогда не забывайте о двухметровом человеке, который утонул, переходя поток глубиной в среднем полтора метра». Запас на ошибку придает прочности и позволяет успешно пережить кризисы.



Контроль рисков и запас на ошибку должны всегда присутствовать в вашем портфеле. Но нужно понимать, что это так называемые «скрытые» активы. Хороших лет обычно больше, чем плохих, но важность защиты становится очевидной как раз в трудные времена, когда наблюдается спад. Таким образом, в хорошие времена защитным инвесторам приходится довольствоваться пониманием того, что их доходы, пусть и не максимальные, получены почти без риска... хотя, возможно, защита была избыточной.



Одна из важнейших предпосылок для успешных инвестиций — черта, характерная для большинства выдающихся инвесторов, — понимание того, что мы не можем знать будущего. Мало кто (если вообще хоть кто-то) знает больше остальных о том, что вскоре произойдет с экономикой, процентными ставками и рыночными показателями. Таким образом, инвестору лучше потратить свое время на попытки познать «познаваемое», то есть отрасли, компании и ценные бумаги. Чем больше сужен ваш фокус внимания, тем больше вероятность, что вы узнаете то, чего не видят другие.



Инвесторов, которые лишь предполагают, что обладают знаниями о будущей динамике рынков и экономик, и действуют исходя из этого, намного больше, чем тех, у кого такие знания действительно есть. Самоуверенные инвесторы предпринимают агрессивные действия, основанные на собственных убеждениях, но это редко приносит желаемые результаты. Инвестирование

на основе твердых, но неверных убеждений относительно будущего — источник серьезных потенциальных убытков.



Многие инвесторы — как любители, так и профессионалы — предполагают, что мир управляется упорядоченными процессами, которые можно предсказать и направлять. Они игнорируют фактор случайности и распределение вероятностей, которые лежат в основе развития событий в будущем, и действуют исходя из единственного сценария, который, по их мнению, сбудется. Порой это работает, создавая инвестору выдающуюся репутацию, но в долгосрочной перспективе этой схеме не хватает стабильности.

Как в экономических прогнозах, так и в управлении инвестициями стоит понимать, что, несмотря на то что обычно находится человек, который все точно предсказал, это почти всегда разные люди. Самые успешные инвесторы предсказывают «почти верно», устойчиво получая лучшие, чем окружающие, результаты.



Важно избегать ловушек, которые часто создаются колебаниями экономики, сложными периодами в деятельности компаний, безумной динамикой рынка и легковерием других инвесторов. Полностью избежать их сложно, но понимание потенциальных опасностей, разумеется, станет лучшей отправной точкой для того, чтобы не стать в конечном счете их жертвой.



Еще один важнейший элемент — наличие разумных ожиданий. Часто проблемы инвесторов оказываются связанными с тем, что они действовали на основе обещаний невероятно высоких или стабильных прибылей, не понимая, что обычно любое увеличение доходов связано с ростом сопряженного с ними риска. Нужно как следует обдумывать предложения, которые на вид слишком хороши, чтобы быть правдой.



Ни защитные инвесторы, которые сократили убытки при падении рынка, ни агрессивные инвесторы, добившиеся значительных доходов на растущем рынке, не доказали этим своего таланта. Чтобы убедиться, что инвесторы действительно способны обеспечить прирост стоимости портфелей, нужно посмотреть на их результаты в условиях, для которых их стиль не очень хорошо приспособлен. Может ли агрессивный инвестор не лишиться всех своих доходов, когда рынок находится на спаде? Достаточно ли будет доходность защитного инвестора на растущих рынках? Именно такая асимметрия свидетельствует о подлинном искусстве. Этот инвестор чаще выигрывает, чем проигрывает? Доходы от бумаг-победителей выше, чем убытки от проигравших бумаг? Приносят ли благоприятные годы большую доходность, чем тяжелые — убытки? Превосходят ли долгосрочные результаты инвестора те, которые ожидались только исходя из его стиля инвестирования? Если ответы на эти вопросы положительные, то это выдающийся инвестор. Если же нет, то доходы могут оказаться лишь результатом динамики рынков и восприимчивости к ней инвестиционного портфеля.



Только инвесторы с выдающейся интуицией могут чувствовать распределение вероятностей, которое управляет будущими событиями, и чувствовать, что потенциальные доходы компенсируют риски, возникающие при отрицательном развитии событий.



ГОВАРД МАРКС: Предложение, приведенное выше, хорошо описывает работу с неопределенностями: чувство того, что некоторые вещи могут произойти, оценка примерной вероятности этого и представление, насколько цена актива (и потенциальные доходы, связанные с ним) обеспечивает адекватную потенциальную награду за неопределенность, в которую этот актив вовлекает инвестора.



Это простое описание требований к успешному инвестированию, основанное на понимании размеров возможных доходов и риска неблагоприятного развития событий, содержит ключевые моменты, которые должны привлечь ваше внимание.

Рекомендую вам подумать над этим. Вы отправитесь в трудное, захватывающее и побуждающее мыслить путешествие.

////////////////////////////////////

ДЖОЭЛ ГРИНБЛАТТ: Понимание стоимости и способов анализа динамики цен — ключ к успешному инвестированию. Хотя есть много умных людей, которые способны овладеть оценкой внутренней стоимости актива (особенно если они достаточно дисциплинированы, чтобы оставаться в так называемом круге компетенции, по выражению Баффета), большинство инвесторов не могут рассматривать динамику рынка и цены отдельных бумаг в контексте. Именно здесь уроки книги Маркса особенно бесценны. Поэтому рекомендую читать эту главу (да и всю книгу!) снова и снова — это классика литературы по инвестициям.

////////////////////////////////////

Об авторах

Кристофер Дэвис более двадцати лет работает в сфере управления инвестициями и анализа ценных бумаг. С 1989 года он управляет портфелями Davis Large Cap Value и входит в состав аналитической группы по другим портфелям. Магистр искусств Университета Сент-Эндрюс в Шотландии.

Джоэл Гринблатт — управляющий партнер Gotham Capital — хедж-фонда, созданного им в 1985 году. С 1996 года — адъюнкт-профессор Бизнес-школы Колумбийского университета, преподает инвестирование в стоимость и инвестирование в особых ситуациях. Гринблатт — бывший председатель совета директоров Alliant Techsystems, оборонной и аэрокосмической компании, акции которой обращаются на NYSE. Автор книг: The Big Secret for the Small Investor («Большой секрет для маленького инвестора») (Crown Business, 2011), The Little Book That Beats the Market («Маленькая книга о том, как преуспеть на рынке») (John Wiley&Sons, 2005) и You Can Be a Stock Market Genius («Вы можете стать гением фондового рынка») (Simon&Schuster, 1997). Гринблатт — бакалавр наук и магистр делового администрирования Уортонской школы бизнеса.

Брюс Гринвальд — профессор финансов и управления активами в Бизнес-школе Колумбийского университета и директор по науке Хайльбрунновского

центра инвестирования по Грэму и Додду. С 2007 года Гринвальд также является директором по науке First Eagle Funds — подразделения Arnhold And S. Bleichroeder Advisers. Гринвальд — автор нескольких книг, в том числе *Competition Demystified: A Radically Simplified Approach to Business Strategy* («Срыв покровов с конкуренции: Радикально упрощенный подход к бизнес-стратегии») (в соавторстве с Джаддом Каном, Putnam Penguin, 2005) и *Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond* («Инвестирование в стоимость: От Грэма к Баффетту и далее») (в соавторстве с Джаддом Каном и другими, Wiley, 2001). Гринвальд — бакалавр наук и доктор философии Массачусетского технологического института и магистр общественного администрирования и магистр наук Принстонского университета.

Пол Джонсон — основатель Nicusa Capital, хедж-фонда долгосрочных и краткосрочных инвестиций в стоимость, действующего с января 2003 года. Джонсон — инвестор-профессионал более чем с двадцатипятилетним стажем. Адъюнкт-профессор финансов в Высшей бизнес-школе Колумбийского университета, Джонсон с 1992 года прочитал двадцать курсов по анализу ценных бумаг и инвестированию в стоимость для более чем шестисот студентов. Магистр делового администрирования по финансам Уортонской школы бизнеса Пенсильванского университета и бакалавр искусств по экономике Калифорнийского университета в Беркли.

Сет Кларман — президент The Baupost Group, которая управляет примерно 23 миллиардами долларов индивидуальных и институциональных инвесторов. Работает в компании с момента ее основания в 1982 году. Автор книги *Margin of Safety* («Запас прочности») (Harper-Collins, 1991), в которой излагается его философия инвестирования в стоимость. Кларман был избран главным редактором шестого издания *Security Analysis* («Анализ ценных бумаг») и часто выступает с публикациями в области инвестиций. В 1982 году окончил Гарвардскую школу бизнеса, в которой был бейкеровским стипендиатом, а степень бакалавра искусств по экономике получил в 1979 году в Корнеллском университете.

Максимально полезные книги от издательства «Манн, Иванов и Фербер»

Заходите в гости: <http://www.mann-ivanov-ferber.ru/>

Наш блог: <http://blog.mann-ivanov-ferber.ru/>

Мы в Facebook: <http://www.facebook.com/mifbooks>

Мы ВКонтакте: <http://vk.com/mifbooks>

Предложите нам книгу:

<http://www.mann-ivanov-ferber.ru/about/predlojite-nam-knigu/>

Ищем правильных коллег:

<http://www.mann-ivanov-ferber.ru/about/job/>

Научно-популярное издание

Говард Маркс

О САМОМ ВАЖНОМ

Нетривиальные решения для думающего инвестора

Издано при поддержке ООО «АТОН»

www.aton.ru

Главный редактор *Артем Степанов*

Ответственный редактор *Наталья Хоренко*

Литературный редактор *Клавдия Милова*

Арт-директор *Алексей Богомолов*

Верстка *Елена Бреге*

Корректоры *Юлия Молокова, Елена Бреге*

