

ДЕНЕГ
БОЛЬШЕ,
ЧЕМ
У БОГА

MORE
MONEY
THAN
GOD

HEDGE FUNDS AND THE
MAKING OF A NEW ELITE

SEBASTIAN MALLABY

A Council on Foreign Relations Book

THE PENGUIN PRESS
New York 2010

УДК 338.124.4

ББК 65.6-97

M18

Перевод с английского — бюро переводов «Пароль»

Sebastian Mallaby

More Money Than God

Hedge funds and the making of a new elite

A Council on Foreign Relations Book

The Penguin Press, New York, 2010

Маллаби С.

M18 Денег больше, чем у бога. Хедж-фонды и рождение новой элиты. Книга Совета по международным отношениям / Себастьян Малаби [Пер. с англ. бюро переводов «Пароль»]. — М.: Карьера Пресс, 2015. — 624 с.

ISBN 978-5-00074-019-4

Титаны хедж-фондов стали новыми рокфеллерами, новыми карнеги, новыми вандербилтами — новой элитой. Карнавал креативности и жадности. История хедж-фондов — история инноваций, ошеломляющих триумфов, унижительных падений и бесчисленных споров. Хедж-фонды прорвались через мясорубку последнего финансового кризиса без поддержки налогоплательщиков. И несомненно, будущее финансов за хедж-фондами — эдакими финансовыми «бутиками», альтернативой банковским «супермаркетам».

Себастьян Маллаби — почетный член Совета по международным отношениям США, обозреватель *The Washington Post*. Тринадцать лет являлся обозревателем *The Economist Magazine*, был главой редакции в Африке, Японии, Вашингтоне. Фокусируется на глобализации и политической экономике. Автор книги «Банкиры мира» (номинация «Выбор редакции *The New York Times*») и «После апартеида» (признана «Выдающейся книгой *The New York Times*»).

УДК 338.124.4

ББК 65.6-97

ISBN 978-5-00074-019-4

© Sebastian Mallaby, 2010

© ООО «Карьера Пресс». Перевод и издание на русском языке, 2015

Все права защищены

Моим родителям, Кристоферу и Паскалю

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ: «АЛЬФА»-ИГРА	1
ГЛАВА 1: БОЛЬШОЙ ПАПОЧКА	19
ГЛАВА 2: ТОРГОВЕЦ БЛОКАМИ	50
ГЛАВА 3: СЕКРЕТ ПОЛА САМУЭЛЬСОНА	77
ГЛАВА 4: АЛХИМИК	105
ГЛАВА 5: СУПЕРКОТ	140
ГЛАВА 6: ЛИХОЙ КОВБОЙ С ДИКОГО ЗАПАДА	172
ГЛАВА 7: БЕЛАЯ СРЕДА	195
ГЛАВА 8: УРАГАН ГРИНСПЕН	229
ГЛАВА 9: СОРОС ПРОТИВ СОРОСА	258
ГЛАВА 10: ВРАГ – ЭТО МЫ	293
ГЛАВА 11: ДВОЙНОЙ ДОТКОМ	328
ГЛАВА 12: ЧЕЛОВЕК ИЗ ЙЕЛЯ	349
ГЛАВА 13: ВЗЛОМЩИКИ КОДОВ	374
ГЛАВА 14: ПРЕДЧУВСТВИЕ КРИЗИСА	402
ГЛАВА 15: ОСЕДЛАТЬ ШТОРМ	421
ГЛАВА 16: «КАК ЖЕ ОНИ МОГЛИ ДОЙТИ ДО ТАКОГО?»	452
ЗАКЛЮЧЕНИЕ: СТРАШНЕЕ ЧЕМ ЧТО?	487
ПРИЛОЖЕНИЕ I: ГЕНЕРИРУЮТ ЛИ ФОНДЫ TIGER «АЛЬФУ»?	512
ПРИЛОЖЕНИЕ II: ЭФФЕКТИВНОСТЬ РАБОТЫ ПИОНЕРОВ ОТРАСЛИ ХЕЖД-ФОНДОВ	518
ПРИМЕЧАНИЯ	526
СЛОВА ПРИЗНАТЕЛЬНОСТИ	612

ВВЕДЕНИЕ: «АЛЬФА»-ИГРА

Управляющий первого хеджевого фонда Альфред Уинслоу Джонс не учился в бизнес-школе. У него не было докторской степени по количественным методам в финансах. Годы становления он провел не в Morgan Stanley, Goldman Sachs или каком-либо другом инкубаторе «властелинов мира». Он работал на трамповом пароходе, учился в Марксистской рабочей школе в Берлине и выполнял тайные поручения нелегальной антинацистской группы, известной как Ленинская организация. Он женился, развелся и женился снова, причем медовый месяц провел на передовой гражданской войны в Испании, путешествуя и пьянствуя вместе с Дороти Паркер и Эрнестом Хемингуэем. И только в зрелом возрасте, в 48 лет, Джонс сумел наскрести 100 тысяч долларов, чтобы основать «хеджированный фонд», принесший невероятную прибыль в 1950-е и 1960-е годы. Почти случайно Джонс придумал структуру инвестирования, которая продержалась до настоящего времени. И она будет процветать еще долгие годы, вопреки воплям скептиков.

Спустя полвека после того, как Джонс создал свой хеджевый фонд, молодой человек по имени Клиффорд Аснесс пошел по его стопам. В отличие от Джонса Аснесс учился в бизнес-школе.

У него была докторская степень по количественным методам в финансах. Он работал в Goldman Sachs, и он был «властелином мира». И если Джонс рискнул основать свое предприятие в зрелые годы, то Аснесс ворвался в бизнес в самом золотом возрасте, в тридцать один год, побив все рекорды для стартапов тем, что невероятно быстро заработал миллиард долларов. Если Джонс сдержанно отзывался о своих методах и богатствах, которые те принесли, то открытость Аснесса отличалась приятной свежестью: он втискивал в свой рабочий график интервью на телевидении и признавался *New York Times*, что «это здорово» — стоить миллионы¹. Накануне краха ипотечного кредитования в 2007 году капитализация фирмы Аснесса, AQR Capital Management, достигла потрясающего размера — 38 миллиардов долларов, а сам Аснесс олицетворял новую, переворачивающую мир финансовую систему. Он был слишком непочтительным, нетерпеливым и едва ли даже старался казаться взрослым. В офисе у него разместились коллекция пластмассовых супергероев².

Аснесс легко признавался в том, что он многим обязан Джонсу и его импровизации. Хеджевые фонды Аснесса, как и все другие хедж-фонды, впитали в себя четыре характеристики, которые в свое время объединил Джонс, получив ошеломляющий эффект. В первую очередь существовала поощрительная премия: Джонс удерживал одну пятую от инвестиционных прибылей фонда для себя и своей команды — формула, которая подстегивала мотивацию его помощников. Далее Джонс сознательно старался избегать регуляторных капканов, сохраняя маневренность в смене инвестиционных методов, по мере того как изменялись возможности рынка. Но важнее всего, с точки зрения Аснесса, были две идеи, структурировавшие инвестиционный портфель Джонса. Джонс балансировал портфель, покупая перспективные акции и осуществляя «короткие продажи» неперспективных, то есть он занимал их и продавал, делая ставку на то, что они упадут в цене. Имея как долгосрочные, так и краткосрочные акции, он защищал свой фонд, хотя бы частично, от

основных колебаний рынка; а хеджируя таким образом рыночные риски, он чувствовал себя в безопасности, увеличивая, или «левериджируя», свои ставки заемными средствами. Как мы увидим в следующей главе, это сочетание хеджинга и левериджа сотворило чудо с портфелем акций Джонса. Но гениальность его заключалась вот в чем (именно это Аснесс подчеркнул позже): то же самое сочетание могло применяться к облигациям, фьючерсам, свопам и опционам — и на самом деле к любой комбинации этих инструментов. Скорее благодаря удаче, чем намеренному расчету, Джонс создал платформу для стратегий более сложных, чем он мог мечтать.

Нет идеального определения хеджевого фонда, и не все предприятия, упомянутые в этой книге, использовали хеджинг и леверидж. Когда Джордж Сорос и Стэн Дракенмиллер обвалили британский фунт или когда Джон Полсон взорвал ипотечный пузырь в США, в хеджинге не было особой необходимости — как мы увидим далее. Когда один смелый товарный игрок вел переговоры о покупке всего объема облигаций российского правительства по драгоценным металлам, не относящимся к золоту, леверидж значил меньше, чем безопасность бронепоезда, который должен был доставить палладий из Сибири. Но даже если хеджевые фонды не используют леверидж и фактически не применяют хеджинг, платформа, созданная Джонсом, все же оказывается исключительно гениальной. Свобода в продаже или приобретении с помощью любых финансовых инструментов в любой стране позволяет хеджевым фондам пользоваться любыми возможностями, где бы они ни возникали. Доступный леверидж позволяет хедж-фондам поднимать любую позицию до максимального эффекта. Поощрительная премия создает мощный стимул для того, чтобы делать деньги.

Ах да, деньги! Перед своей смертью в 1913 году Дж. Пирпонт Морган собрал состояние в 1,4 миллиарда (в сегодняшних долларах) и был прозван Юпитером за свою божественную власть на Уолл-стрит. Но в первые годы финансовых пузырей нынешнего столетия ведущие менеджеры хеджевых фондов нажили

денег больше, чем у Бога, за пару лет торговли. Они заработали больше — несравнимо больше, — чем руководители мощнейших инвестиционных банков на Уолл-стрит, и затмили даже магнатов частного инвестирования. В 2006 году Goldman Sachs назначил своему председателю совета директоров Ллойд К. Бланкфейну беспрецедентную премию в размере 54 миллионов долларов, однако парень с нижней строчки рейтинга двадцати пяти работников хеджевых фондов журнала *Alfa* унес домой 240 миллионов долларов. В том же году ведущая компания по частному инвестированию, Blackstone Group, наградила своего босса, Стивена Шварцмана, почти 400 миллионами долларов. Однако поговаривали, что каждый из трех хеджевых магнатов заработал более чем по миллиарду долларов³. Придуманная Джонсом формула расчета компенсации стремительно сотворила сотни состояний, не говоря уж о сотнях быстрых авто в пригородах Коннектикута. В репортажах об эпицентре этой золотой лихорадки *Stamford Advocate* отметил, что шесть местных хеджевых менеджеров положили себе в карман в 2006 году в общей сложности 2,15 миллиарда долларов. Совокупный личный доход всех живущих в Коннектикуте составил 150 миллиардов долларов.

В 1990-х годах журналы восторгались экстравагантностью миллионеров доткома, но теперь в центре внимания находились хеджевые фонды. Кен Гриффин, создатель Citadel Investment Group, купил себе за 50 миллионов долларов личный самолет Bombardier Express и установил там кровать для своего двухлетнего чада. Луи Бэкон, основатель Moore Capital, приобрел остров в проливе близ Лонг-Айленда, установил передатчики на местных черепахах, чтобы наблюдать за их спариванием и проводил традиционную английскую охоту на фазанов. Стивен Коэн, босс SAC Capital, обустроил свое имение, снабдив его баскетбольной площадкой, внутренним бассейном, катком, полем для гольфа на две лунки, огородом для выращивания экологически чистых овощей, приобрел картины Ван Гога и Поллока, скульптуру Кейт Геринг, а также создал кинотеатр, украшенный

звездами, такими же, как звезды, светившие во время его свадебной ночи шестнадцать лет назад. Хеджевые титаны стали новыми Рокфеллерами, новыми Карнеги, новыми Вандербилтами. Они стали новой американской элитой — заключительный акт карнавала креативности и жадности, которые толкают нацию все дальше.

И что это была за элита?! Хедж-фонды были двигателем для одиночек и белых ворон, индивидуалистов, которые из-за слишком высоких амбиций не могли вписаться в существующие финансовые учреждения. Клифф Аснесс как раз к ним и относился. Он был восходящей звездой в Goldman Sachs, но предпочел свободу и награду за руководство собственным предприятием. Человек, коллекционирующий пластмассовых супергероев, не собирается надолго оставаться антигероем на окладе, по крайней мере если он может что-то с этим сделать. Джим Симонс из Renaissance Technologies, математик, который в 2000-х годах был самым высокооплачиваемым работником в этой индустрии, не удержался бы в среднестатистическом банке: он не подчинялся ничьим приказам, редко надевал носки и был уволен из дешифровального центра Пентагона после того, как разгласил политику своих боссов, которую те проводили во Вьетнаме. Кен Гриффин из Citadel, занимавший второе место по размеру заработка в 2006 году, начал продавать конвертируемые облигации из своей комнаты в общежитии в Гарварде. Он оказался тем самым гениальным мальчиком, который добился успеха, финансовым вариантом предпринимателей, возглавлявших такие технологичные компании, как Google. Первопроходцы этой индустрии действительно были людьми одного блестящего склада. Джулиан Робертсон набрал в свой хедж-фонд спортсменов из колледжа вдвое младше его, затем разбросал их по отдаленным альпинистским лагерям в Скалистых горах и заставил подняться на вершины. Майкл Стейнхардт умел доводить своих подчиненных до точки. «Все, что я хочу, — это покончить с собой», — сказал кто-то. «Можно посмотреть?» — ответил Стейнхардт⁴.

Подобно Рокфеллерам и Карнеги до них, новые магнаты прославились за пределами мира бизнеса и финансов. Джордж Сорос оказался наиболее амбициозным по размаху: его благотворительные учреждения поддерживали независимые голоса в развивающихся экс-коммунистических странах, продвигали декриминализацию наркотиков, а также спонсировали переосмысление экономики невмешательства. Пол Тюдор Джонс, основатель Tudor Investment Corporation, создал Robin Hood, одну из первых венчурных филантропических организаций, чтобы бороться с бедностью в Нью-Йорке: она определяла инновационную благотворительную деятельность, задавала жесткие критерии и платила за результаты. Брюс Ковнер проявился как отец-основатель неоконсервативного движения, он возглавлял Американский институт предпринимательства в Вашингтоне, округ Колумбия, а Майкл Стейнхардт финансировал попытки создать новый светский иудаизм. Но конечно же, именно в финансах эти персоны добились наиболее впечатляющих результатов. История хедж-фондов — это история предельных возможностей финансового мира: инноваций и растущего левериджа, ошеломляющих триумфов, унижительных падений и бесчисленных споров, порожденных этими драмами.

Большую часть своей истории хеджевые фонды вели полемику с академическими приверженцами различных взглядов на рынок. Конечно, теоретическая область — это «огромная церковь», ведомая энергичными скептиками. Однако с середины 1960-х до середины 1980-х преобладало мнение, что рынок эффективен, цены падают по теории случайных блужданий и что хеджевые фонды преуспевают в основном за счет везения. В этом есть мощная логика. Если бы было возможно знать с какой-либо долей вероятности, что цена на отдельно взятую акцию поднимется, то разумные инвесторы ухватили бы ее и тем самым она бы уже поднялась. Инвесторы, хватающие акции, утверждают, что вся существенная информация уже содержится в ценах, тем не менее следующее движение акций определяется чем-то непредвиденным. Таким образом, профессиональные

финансовые менеджеры, пытающиеся предусмотреть движение цен, в основном терпят неудачу в своей миссии. Как возражают критики, следующие этой логике, у множества хеджевых фондов нет настоящего преимущества — если убрать рыночное мошенничество и случайные вспышки тупого везения, то нет определенного инвестиционного понимания, которое позволяет им постоянно обставлять рынок. Однако в случае успешных фондов, которые доминируют в данной индустрии, теория эффективного рынка не работает. Эти хеджевые фонды могли бы расстаться с буквой «х» и называться «эджевыми», фондами, то есть фондами, пользующимися преимуществом (англ. edge — преимущество. — *Прим. ред.*).

Как появляется это преимущество? Иногда оно заключается только в отборе лучших акций. Несмотря на все, что утверждается в литературе по финансированию, А. У. Джонс, Джулиан Робертсон и многие его протеже повысили ценность данного метода, как мы вскоре увидим. Но зачастую преимущество состоит в использовании существующих капризов теории эффективного рынка, которые ее сторонники признали с самого начала, даже несмотря на то, что они не смогли придать им значение. Теоретики, например, оговаривали, что цены могут быть эффективными только при идеальной ликвидности — продавец, предлагающий акции по эффективной цене, всегда способен найти покупателя, так как в ином случае он будет вынужден предложить скидку, опуская цену ниже эффективного уровня. Но в 1970–1980-х годах большой пенсионный фонд, желающий избавиться от крупного пакета акций, фактически не мог найти покупателя до тех пор, пока не делал скидку. Стейнхардт сколотил состояние, систематически извлекая выгоду из таких скидок. Скромное примечание с точки зрения эффективного рынка стало основой для системы обозначений хеджевых фондов.

Природа подлинных преимуществ хедж-фондов в заявлениях их боссов зачастую скрывается. Магнаты иногда кажутся мистическими духами: они все увеличивают блистательные до-

ходы, но не могут объяснить, как они это делают⁵. Возможно, самую экстравагантную версию этого вопроса представил Пол Тюдор Джонс. Джонс утверждает и по сегодняшний день, что он предугадал крах 1987 года, потому что его коллега Питер Бориш, примерно двадцати лет от роду, в красных подтяжках, нарисовал карту рынка 1980-х годов по графикам, восходящим к 1929 году. Увидев, что две линии похожи, Джонс понял, что грядет внезапное падение цен. Однако такое объяснение блестящего умения Джонса выбирать момент на рынке, мягко говоря, не является адекватным. Во-первых, Бориш признался, что он подтасовал данные, чтобы обе линии сошлись⁶. С другой стороны, он предсказал, что кризис разразится весной 1988 года. Если бы Джонс действительно последовал совету Бориша, то его бы самого снесло, поскольку кризис наступил раньше, в октябре предыдущего года. В общем, Джонс стал преуспевающим по причинам, которые мы рассмотрим далее, а не по тем причинам, о которых он говорит. Суть в том, что гении не всегда понимают сами себя — это, между прочим, относится не только к финансам. «По всем исследованиям, которые мы проводили с наилучшими игроками, мы не нашли ни одного теннисиста, который бы знал, что он делает, и смог бы точно это объяснить, — однажды пожаловался легендарный тренер по теннису Вик Брейден. — Они каждый раз дают разные ответы, или же их ответы просто не имеют смысла»⁷.

Начиная с 1980-х академические исследователи в области финансов приходят к мнению, что рынки в конце концов не так эффективны. Иногда их изменения были изумительно идеальными. Молодой экономист по имени Скотт Ирвин приобрел у небольшой фирмы в Индианаполисе подробный ценовой ряд для товарных рынков и после тщательного анализа заявил, что цены приблизились к трендам — и эти изменения не были случайны. Он совсем не знал, что почти двадцать лет назад первый хеджевый фонд под названием Commodities Corporation анализировал те же данные, пришел к тому же выводу и запрограммировал компьютер, чтобы на этом спекулировать. Тем временем

другие исследователи осознали, что рынки не являются идеально ликвидными — Стейнхардт открыл это задолго до них — и что инвесторы не бывают идеально рациональными, а это вообще азбучная истина для трейдеров хеджевых фондов. Кризис 1987 года подчеркнул эти сомнения: когда капитализация рынка корпоративной Америки за один день изменилась на одну пятую, трудно было поверить, что оценки академических экономистов заслуживали внимания. «Если бы гипотеза эффективного рынка была бы публично торгуемой ценной бумагой, то ее цена была бы очень волатильной, — насмешливо писали в 1990-м гарвардские экономисты Андрей Шлейфер и Лоуренс Саммерс. — Но ценные бумаги по гипотезе эффективного рынка — по крайней мере так, как она традиционно формулировалась — обрушились вместе с остальным рынком 19 октября 1987 года»⁸.

Признание ограничений рыночной эффективности оказало глубокое влияние на хеджевые фонды. Раньше академические исследователи придерживались основной линии — что хеджевые фонды провалятся. Позже они стали вставать в очередь, чтобы к этим фондам присоединиться. Если рынки были неэффективными, там можно было делать деньги, и академические специалисты в области финансов не видели причин, по которым они не должны оказаться среди тех, кто получает прибыль. Клифф Аснесс был довольно типичным представителем новой волны. В Высшей школе бизнеса Чикагского университета его консультантом по дипломной работе был Юджин Фама, один из основателей постулата эффективного рынка. Но к 1988 году, когда Аснесс приехал в Чикаго, Фама возглавил ревизионистское течение. Вместе со своим более молодым коллегой, Кеннетом Френчем, Фама открыл неслучайные модели на рынках, которые могли бы быть прибыльными для трейдеров. Внеся свой вклад в литературу на эту тему, Аснесс отправился на Уолл-стрит и вскоре открыл свой хеджевый фонд. Подобным же образом нобелевские лауреаты Роберт Мертон и Майрон Скоулз, формула которых по расчету опционов была выведена на основе учения об эффективных рынках, стали сотрудничать с хедже-

вым фондом Long-Term Capital Management. Андрей Шлейфер, гарвардский экономист, сравнивший теорию эффективных рынков с падающими акциями, принимал участие в создании инвестиционной компании LSV с профессорами в области финансов, которые были его друзьями. Его соавтор, Лоуренс Саммерс, смог устранить большую часть различий во взглядах между академическими работниками и хеджевыми фондами, став президентом Гарварда и советником президента Обамы по экономике, создав вместе с Д. Е. Шоу количественный хеджевый фонд⁹.

И все же наибольшее влияние на новый консенсус по неэффективности рынка оказало не то, что толпы академических работников ринулись в хеджевые фонды. Это сделали институциональные инвесторы, которые получили лицензии на доверительное управление огромными капиталами в хеджевых фондах. Опять же после кризиса 1987 года наступил переломный момент. Раньше основные деньги поступали в хеджевые фонды от богачей, которые, вероятно, и не слышали академических заявлений, что рынок невозможно обставить. После этого деньги стали поступать в хеджевые фонды от вкладчиков, которым их ученые консультанты сказали, что рынок обставить можно — а это и было целью их действий. Новую волну возглавлял Дэвид Свенсен, управляющий фондом Йельского университета, который ориентировался на два момента. Если в рынке были систематические модели, подобные тем, которые выделили Фама, Френч и Аснесс, то хеджевые фонды могли пользоваться ими системно: существовали стратегии, которые предположительно хорошо с этим справлялись, и их можно было определить на будущее. Более того: прибыли от таких стратегий были не просто высоки сами по себе. Они снижали общий риск капиталовложений с помощью волшебной диверсификации. Фонды, в которые инвестировал Свенсен, были, несомненно, разнообразными: в 2002 году хулиганский фонд Farallon с Западного побережья проник в Индонезию и купил крупнейший банк страны, не испугавшись валютной катастрофы, политической

революции и того, что большинству иностранцев с Запада постоянно угрожали исламские экстремисты. По примеру Свенсена владельцы капиталов стали вкладывать деньги в хеджевые фонды, сформированные в 1990-х, в поисках некоррелированной прибыли, которую гуру капиталовложений обозначали как «альфа».

Новый подход, связанный с неэффективностью рынка, навязал хеджевым фондам также и социальную функцию. Это было последнее, к чему они стремились: они вступили в игру «альфа» с единственной целью — делать деньги. Но если «альфа»-игра существовала потому, что рынки были неэффективными, из этого следовало, что сбережения вкладывались нерациональным образом. Исследования Фамы и Френча показали, например, что немодные «стоящие» акции недооценивались по сравнению с чрезмерно популярными «растущими» акциями. Это означало, что для солидных, работающих фирм капитал оказывался слишком дорогим, а для их ослепительных конкурентов — дешевым: возможности для роста оказывались упущенными. Аналогично скидки в торговле крупными пакетами ценных бумаг показали, что цены могли быть слегка неустойчивыми, повышая риски инвесторов, которые, в свою очередь, повышали премии, которые они брали с пользователей их капитала. Задачей хеджевых фондов была корректировка подобной неэффективности. Покупая «стоящие» акции и сокращая «растущие», Клифф Аснесс вносил свою лепту в уменьшение нездоровых тенденций по отношению к солидным, «трудовым» фирмам. Покупая акции Ford, когда те неожиданно упали после крупной блоковой распродажи, Майкл Стейнхардт обеспечивал справедливую цену на них, что было важно, например, для пожилой женщины, у которой было несколько таких акций. Переноса на компьютер искусство Стейнхардта, статистические арбитражеры, такие как Джим Симонс и Дэвид Шоу, подняли свою миссию на новый уровень. Чем больше рынков могли быть представлены как эффективные, тем больше капитала поступало для их наиболее выгодного использования. Чем меньше цен выходило за пре-

дела общего коридора, тем меньше было риска, что на рынке возможен финансовый пузырь, а также сильные, дестабилизирующие коррекции. Смягчая капризы рыночного поведения, хедж-фонды способствовали тому, что экономисты назвали «Великая умеренность».

Но хеджевые фонды также подняли неурегулированный вопрос. Если рынки были подвержены неуправляемым пузырям и крахам, то не могли ли самые безудержные игроки еще взвинтить турбулентность до умопомрачения? В 1994 году Федеральная резервная система объявила крошечное повышение на четверть процента по ставкам на краткосрочные кредиты, рынок облигаций вошел в стремительный штопор; леверидж-хеджевые фонды были застигнуты врасплох этим сдвигом и начали неистово сбрасывать торговые позиции. Предвещая скорую финансовую панику, сумятица перебралась с США на Японию, Европу и весь остальной мир. Некоторые хеджевые фонды упали, и в течение нескольких часов казалось, что легендарная фирма Bankers Trust будет затянута на дно вместе с ними. По-видимому, этого предупреждения оказалось недостаточно, и четыре года спустя мир дошел до нового падения хедж-фондов, когда компания Long-Term Capital Management и ее команда нобелевских лауреатов разорились. Под угрозой, что хаотичное банкротство свалит Lehman Brothers, а также другие «костяшки домино», регуляторы в панике поспешили провести «контролируемые похороны» LTCM. Тем временем хедж-фонды испытали на себе разрушительное влияние политики обменных курсов в Европе и Азии. После восточноазиатского кризиса премьер-министр Малайзии Махатхир Мохамад сокрушался, что «все эти страны потратили 40 лет, пытаясь выстроить свою экономику, а идиоты типа Сороса пришли сюда с кучей денег, чтобы спекулировать и все разрушить»¹⁰.

Таким образом, в начале XXI века сформировались два конкурирующих взгляда на хедж-фонды. Иногда фонды прославились как герои стабилизации, которые силой упорядочивали неэффективные цены, а в других случаях их поносили как сла-

бое звено, чья собственная нестабильность либо чрезмерная агрессия угрожали глобальной экономике. Суть заключалась в леверидже, который использовал А. У. Джонс, — или, скорее, в его очень расширенной версии. Леверидж дал хеджевым фондам средство для того, чтобы торговать в больших объемах и таким образом делать цены более эффективными и стабильными. Однако леверидж также сделал хеджевые фонды восприимчивыми к потрясениям: если их торговля обращалась против них, они могли сгореть со скоростью молнии за счет небольшого демпфирующего капитала, будучи вынужденными стремительно сбрасывать торговые позиции, дестабилизируя цены¹¹. После того как в 1994 году сгорел рынок облигаций, а в 1998-м рухнул Long-Term Capital, борьба обоих конкурирующих мнений о хеджевых фондах оказалась в патовой ситуации. В США и Великобритании больше выделялось стабилизационное воздействие хеджевых фондов, а в других странах больше внимания обращали на риск дестабилизационной паники. И наконец, страны, которые больше всех любили хедж-фонды, также и приютили их больше всех.

Потом наступил кризис 2007–2009 годов, и любое суждение о финансах стало подвергаться сомнению. В то время как крах рынка в 1990-х мог рассматриваться как приемлемая цена за выгоды изощренного кредитного финансирования, конвульсии 2007–2009 годов стали детонатором жесточайшей рецессии, небывалой после 1930-х. Хеджевые фонды неизбежно запаниковали. В июле 2007 года кредитный хеджевый фонд Sowood взорвался, и за последующий месяц с десятков или около того количественных хеджевых фондов попытались одновременно урезать свои позиции, что вызвало дикие колебания на рынке ценных бумаг и многомиллиардные потери. Следующий год стал еще страшнее. Коллапс Lehman Brothers оставил некоторые хеджевые фонды с деньгами в ловушке банкротства, а дальнейшая суматоха привела к потерям многих других игроков. Хеджевым фондам нужен был доступ к левериджу, но после краха Lehman еще долго никто никому не давал займы. Хеджевые

фонды выстроили свою стратегию по коротким продажам, однако во время постлемановской паники правительство наложило неуклюжие запреты на продажи на понижение. Хеджевые фонды полагались на терпение своих инвесторов, которые могли выдернуть свои деньги, не предупреждая фонд заблаговременно. Но терпение неожиданно иссякло, когда на рынках началась паника. Инвесторы требовали свои капиталы обратно, а некоторые фонды удерживали их, ставя условия. Конечно же, теперь стало очевидно, что риски, которые представляли хеджевые фонды, перевешивали прибыль. В значительно большей степени, чем помогали в достижении Великой умеренности, хеджевые фонды провоцировали Великую катастрофу.

Это заключение, хотя и привлекательное, скорее всего ошибочно. Катастрофа действительно показала, что финансовая система разрушена, но ниоткуда не следовало, что проблема заключалась в хеджевых фондах. В первую очередь катастрофа показала, что центральные банки могли бы направить экономику в новом направлении: вместо того чтобы нацеливаться на инфляцию потребительских цен и не замечать инфляцию на рынке ценных бумаг, они должны были попытаться выпустить пар из пузырей — вот урок, который был впервые продемонстрирован крахом хеджевых фондов в 1994 году. Если бы ФРС обуздала леверидж и подняла бы процентные ставки в середине 2000-х, то не было бы безумного метания вверх и вниз. Американские семьи не подняли бы за 10 лет уровень своих займов с 66 % ВВП до 100. Компании, финансирующие жилье, не продали бы так много ипотек, невзирая на платежеспособность заемщиков. Fannie Mae и Freddie Mac, две компании по жилищному кредитованию, пользующиеся привилегиями у государства, почти наверняка не рухнули бы в руки правительства. Банки, подобные Citigroup, и брокер-дилеры, подобные Merrill Lynch, не стали бы с такой жадностью поглощать ценные бумаги, обеспеченные закладными, которые в конце концов падали, разбазаривая их капитал. ФРС допустила этот праздник заимствования, потому что она концентрировалась исключительно на инфляции по-

требительских цен и полагала, что сможет спокойно игнорировать пузыри. Побоище в 2007–2009 годах показало, насколько это было ошибочно. Обнаружив возможность занимать почти бесплатно, люди занимали без обеспечения.

Кризис показал также, что финансовые фирмы изобиловали стимулами, нарушающими их функционирование. Самая понятная проблема заключалась в подходе «слишком большой, чтобы рухнуть». Монстры Уолл-стрит шли на очень большие риски, так как полагали, что налогоплательщики их спасут, а другие игроки на рынке были рады подстегивать такую неосмотрительность, так как верили, что существуют государственные ограничители. Но эта проблема — «слишком большой, чтобы рухнуть» — была реальностью для тех учреждений, которые действительно поддерживаются государством: такие коммерческие банки, как Citigroup, бывшие инвестиционные банки, такие как Goldman Sachs и Morgan Stanley, страховые компании, такие как AIG, фонды денежного рынка, которые в критическом положении на пике кризиса получили государственные гарантии. А вот хедж-фонды прорвались через мясорубку без какой-либо прямой поддержки налогоплательщиков: никогда государство их не поддерживало. Даже в 1998 году, когда рухнул Long-Term Capital, ФРС «отследила его похороны» и не предоставила денег, чтобы покрыть его потери. В будущем, возможно, какой-либо огромный хеджевый фонд может стать «слишком большим, чтобы рухнуть», вот почему самые крупные и большие левериджи должны регулироваться. Однако большинство хеджевых фондов слишком малы, чтобы угрожать финансовой системе в целом. Поэтому никто не протянет им руку помощи, даже если они будут неизбежно катиться к краху, будучи не защищенными от него¹².

Другой несбалансированный стимул в финансировании — это зарплатные пакеты трейдеров. Когда трейдеры принимают огромные риски, то им гарантированы состояния, если позиции оказываются прибыльными, но если позиции оказываются убыточными, то они не получают соразмерное наказание — по-

ощрительная премия и бонусы растворяются, но трейдеры не остаются в минусе. Ситуация «если выпадет орел — я выигрываю, а если решка — ты проигрываешь» более остро стоит в банках, а не в хеджевых фондах. Хеджевые фонды склонны к «благородному поведению»: если они по итогам года теряют деньги, то берут поощрительную премию в меньшем размере либо не берут ее вовсе до тех пор, пока не возместят потери. Управляющие хеджевых фондов в основном держат свои деньги в своих же фондах, так что они спекулируют капиталом, который хотя бы частично является их собственным, — мощный стимул, чтобы избегать потерь. Банковские трейдеры, напротив, меньше сталкиваются с такими ограничениями, ведь они рискуют деньгами других людей. Неудивительно, что типичный хеджевый фонд намного более осмотрительно использует леверидж, чем типичный банк. Средний хеджевый фонд занимает только в один или два раза больше, чем его собственный капитал, и даже те, кто оперирует с высоким левериджем, обычно занимают не больше десятикратного размера. Между тем инвестиционные банки, такие как Goldman Sachs или Lehman Brothers, до кризиса допускали леверидж в размере тридцать к одному, а коммерческие банки, такие как Citi, по некоторым показателям даже больше¹³.

Сама структура хедж-фондов предполагает едва ли не параноидальную дисциплину. Банки склонны иметь приятных управляющих, а хеджевые фонды, как правило, — беспорядочные выскочки, боссы которых готовы всю ночь напролет смотреть, как закрывается сделка, забыв обо всем на свете. Банки собирают сбережения у домохозяйств с помощью государственного страхования депозитов, а хеджевые фонды должны сначала продемонстрировать, что могут управлять риском, прежде чем собирать деньги у клиентов. Банки знают, что если они столкнутся с кризисом ликвидности, то у них будет доступ к экстренному кредитованию центрального банка, так что они склонны сильно полагаться на краткосрочные займы. У хеджевых фондов нет такой спасительной сети, так что они стремятся как

можно меньше зависеть от краткосрочных кредитов. С точки зрения банков все идет замечательно, пока заемщики платят, а хеджевые фонды проводят переоценку своих портфелей на рынке с осознанием того, что едва заметные признаки риска будущих проблем у заемщиков могут незамедлительно повлиять на чистую прибыль хеджевого фонда¹⁴. Инвестиционные решения банков зачастую зависят от их стремления к комиссионным за размещение ценных бумаг либо за консультации. Жизнь и смерть хеджевых фондов зависят только от результатов их инвестирования, так что смятения и конфликты обуревают их в меньшей степени. По всем этим причинам правильное определение хеджевых фондов должно подчеркивать их независимость. Так называемым хеджевым фондам, которые являются дочерними компаниями крупных банков, незнакома навязчивая заикленность на своей деятельности, хотя именно это придает истинным хеджевым фондам их особенность.

Когда я закончил писать эту книгу в начале 2010 года, регуляторы, казалось, нашли баланс в требованиях к финансовой отрасли. Во многом интуиция их не подвела: будучи на пике, финансовые компании использовали больше человеческого капитала, чем они заслуживали, и приняли на себя риски, которые дорого обошлись обществу. Однако критики с Уолл-стрит должны задуматься, прежде чем загонять хеджевые фонды в свои сети. Кто же, если провести финансовый анализ, мог бы лучше справиться с риском? Коммерческие и инвестиционные банки, которые либо развалились, либо получили государственную поддержку? Фонды взаимных инвестиций, которые торговали в розницу позициями денежного рынка, так что государство вынуждено было ограничить это? Так какое же будущее по душе критикам: то, в котором риск сосредоточен в гигантских банках, держащих налогоплательщиков на крючке, или то, в котором риски распределены по небольшим хедж-фондам, не имеющим надежды в случае чего ухватиться за спасательные тросы, протягиваемые государством? Кризис встроил компенсацию ущерба в самую основу финансов: спасенные банки теперь знают,

что их спасут и в следующий раз. Эти ожидания ослабляют стимул избегать излишних рисков, что увеличивает вероятность краха. Капитализм работает только тогда, когда организации вынуждены осознавать последствия рисков, которые они на себя принимают. Если банки имеют возможность единолично класть в карман выгоду от прибыльных позиций и в то же время делать так, чтобы потери от проигрышных позиций ложились не только на них, то крах более чем вероятен.

Если говорить серьезно об уроках кризиса 2007–2009 годов, то политики должны обуздать «финансовые супермаркеты», преследующие беспорядочные и взаимно пересекающиеся цели, и вместо этого стимулировать «специализированные бутики», которые живут и умирают в зависимости от рациональности их управления рисками. Неплохо бы перенести капитал из организаций, обеспечиваемых налогоплательщиками, в те, что стоят на собственных ногах. Неплохо бы подсократить размах деятельности тех организаций, которые «слишком большие, чтобы рухнуть», и поощрять те, которые достаточно малы, чтобы пойти ко дну. История А. У. Джонса и его последователей показывает, что частичная альтернатива банковским супермаркетам уже существует. Кажется удивительным и в это трудно поверить, но будущее финансов лежит в истории хеджевых фондов.

1

БОЛЬШОЙ ПАПОЧКА

На заре второго «позолоченного» века Америки и накануне первого финансового кризиса XXI столетия менеджеры нескольких десятков хеджевых фондов стали неофициальными королями капитализма. Глобализация породила внезапное процветание, это процветание создало обширные залежи богатства, а богатство же было складировано в спокойных фондах, менеджеры которых получали огромную прибыль. Всего лишь за три года — с 2003-го по 2006-й — объем денег в первой сотне хеджевых фондов удвоился и составил 1 триллион долларов¹ — достаточно, чтобы купить все акции, предлагаемые на Шанхайской бирже, или равно совокупному валовому продукту канадской экономики. Никто не сомневается в том, что феномен хеджевых фондов стал новым, беспрецедентным явлением для этой эпохи и ее символом. «Вкладывать несколько сотен миллионов долларов в хеджевый фонд — и класть себе в карман десятки миллионов — стало воплощенной мечтой Уолл-стрит», — написал автор одного журнала². «Хеджевые фонды являются крайним проявлением для нынешней фондовой биржи; они — логическое продолжение сегодняшнего воинствующего культа предприимчивости, приводящего к успеху», — вторил ему другой автор³.

Однако хеджевые фонды не новы и не беспрецедентны, и если первая из процитированных строк взята из статьи журнала *New York*, опубликованной в 2004 году, то вторая — из удивительно похожего эссе, опубликованного также в журнале *New York*, но сорока годами ранее. Статья 2004 года восторженно уверяла, что менеджеры хеджевых фондов — это люди, которые могут «правильно предсказать движение на рынке в течение 22 дней кряду». Версия статьи от 1968 года проповедовала, что «парни из хеджевых фондов — это те, кто делает за неделю 20 % к своему капиталу в течение семи недель подряд». В эссе 2004 года выражалось недовольство руководителями хеджевых фондов, потому что «мало того, что они высокомерны и необщительны, они еще и похожи на засекреченное сообщество». Статья от 1968 года ворчала, что «большинство людей, вовлеченных в хеджевые фонды, говорят о своем успехе крайне неохотно». Если менеджеры хеджевых фондов появились как IT-специалисты нового столетия и вытеснили магнатов леввериджа 1980-х и чародеев интернет-бизнеса 1990-х, то стоит вспомнить, что они также были яркими звездами предыдущей эры. Менеджер хеджевого фонда «может находиться вдали от рынка и при этом чувствовать, где совпадает ритм рынка и его собственный», — говорилось в знаменитом докладе про бум 1960-х. «Если вы действительно знаете, что происходит, то вам даже не требуется знать, что происходит, чтобы знать, что происходит... Вы можете не читать заголовки новостных сообщений, потому что вы предугадали их несколько месяцев назад»⁴.

Самой большой легендой эры первых хеджевых фондов был Альфред Уинслоу Джонс, отец-основатель хеджевых фондов, с которым мы уже познакомились на страницах этой книги. В эссе, опубликованном в журнале *New York* в 1968 году, его описали как «большого папочку» этой отрасли, однако он не был похож на патриархов Уолл-стрит: как многие титаны хеджевых фондов раннего периода, он изменил природу финансов, находясь на самом деле немного в стороне от них. В 1949 году, когда Джонс изобрел свой хеджевый фонд, в профессии управ-

ления финансами доминировали чопорные консервативные типы, прославившиеся как «доверенные лица», — их задачей было лишь сбережение капитала, но не поиск способов его увеличения. Ведущие компании в области денежного управления получали имена типа Fidelity (верность) или Prudential (благо-разумный), и именно так они и вели себя. Хорошее доверенное лицо, по словам писателя Джона Брукса, было «примером неприступной неподкупности и рассудительности, его седые волосы причесаны опрятно, но не слишком, его голубые глаза янки не мигают»⁵. Однако Джонс был из другого теста. До того как обратиться к финансам, он беспрестанно пробовал себя в различных профессиях. Круг его друзей состоял из писателей и актеров, не все они отличались трезвостью. И хотя ему было суждено стать отцом сверхкапиталистических хеджевых фондов, существенную часть своего юношеского задора он потратил на марксизм.

Джонс родился в девятом часу девятого дня девятого месяца 1900 года — факт, которым он донимал свою семью многими годами позже⁶. Он был сыном приезжего из Америки, который управлял операциями компании General Electric в Австралии, и согласно семейным преданиям, эта семья владела первым автомобилем в Австралии. На официальной фотографии того времени — трехлетний Альфред в белой матросской шапочке и в белом пиджачке; с одной стороны от него сидит отец в рубашке с жестким стоячим воротником, с другой стороны — мать в замысловатой шляпе с перьями. После того как его семья вернулась в штаб-квартиру GE в Сенектеди, штат Нью-Йорк, Альфред пошел в школу и затем продолжил семейную традицию обучения в Гарварде. Однако когда Альфред окончил университет в 1923 году, он почувствовал себя в растерянности по поводу своей будущей карьеры, поскольку его не привлекал ни один из очевидных карьерных путей для одаренного выпускника «Лиги плюща». В то время начала свое восхождение эпоха джаза, Ф. Скотт Фицджеральд околдовывал читателей распущенными героями «Великого Гэтсби»; и худой, высокий, с мяг-

кими чертами и густыми волосами Джонс без труда вписался бы в мир персонажей этого писателя. Однако у Джонса были другие идеи насчет своей жизни. Унаследовав страсть своего отца к путешествиям, он нанялся казначеем на трамповый пароход и четыре года путешествовал по миру. Затем он нанялся на работу экспортным агентом, а потом — специалистом по статистике к консультанту по инвестированию. И наконец, проведя еще некоторое время в бесцельном блуждании, он сдал экзамен по дипломатической службе и поступил в госдепартамент⁷.

Джонса немедленно отправили в Берлин, и он прибыл туда в декабре 1930 года в качестве вице-консула США. Экономика Германии была в свободном падении: производительность в тот год упала на 8 %, безработных насчитывалось 4,5 миллиона. Три месяцами ранее малоизвестная национал-социалистическая партия использовала всенародное недовольство к собственной выгоде и завоевала на выборах в Рейхстаг 107 мест⁸. Работа Джонса столкнула его лицом к лицу с проблемами Германии. Он написал два исследования об условиях жизни немецких рабочих: одно из них — об их трудностях с питанием, а второе — об условиях их проживания. Однако еще больше его связало с Германией знакомство с Анной Блок, социалисткой и левой антинацистской активисткой. Дочь еврейских банкиров, Анна была привлекательна, кокетлива и изобретательна: в течение какого-то времени ей удавалось ускользать от нацистских преследований, поскольку она работала в родильном отделении в госпитале Берлина; годы спустя, будучи участницей Парижского подполья, она поспорила, что сможет пробиться в изысканный лондонский отель, имея в качестве багажа только одну картонную коробку. Когда Джонс в 1931 году встретил Анну, она участвовала в работе группы, известной как Ленинская организация, и была настроена найти себе третьего мужа. Захваченный пьянящей смесью из социалистической деятельности и буржуазного шарма Анны, Джонс стал слугой ее интересов, политических и личных⁹.

Джонс тайно женился на Анне, однако этот союз скоро был раскрыт его коллегами по посольству. За этим нарушением последовало его увольнение из госдепартамента в мае 1932 года, всего полтора года спустя после начала карьеры дипломата. Однако его участие в делах Германии на этом не закончилось. Он вернулся в Берлин осенью 1932 года и тайно работал в Ленинской организации под псевдонимом Ричард Фрост¹⁰. В следующем году он уже представлял группу в Лондоне, взяв для прикрытия имя Х. Б. Вуд и стараясь разбудить Лейбористскую партию Великобритании, пронизанную пацифизмом, и заставить ее членов понять необходимость военных действий против Гитлера. Британским властям деятельность Джонса показалась подозрительной, тем более после того, как они узнали, что он учился в Марксистской рабочей школе в Берлине, которая была организована Коммунистической партией Германии. «Ясно, что м-р Джонс проявлял интерес к коммунизму, будучи связанным с дипломатической службой», — писал чиновник госдепартамента в ответ на срочный запрос из Лондона¹¹.

Соппротивление немцев Гитлеру характеризовалось скорее романтическими чертами, нежели практикой. То же самое можно было сказать и об отношениях Джонса и Анны. Супруги развелись несколько месяцев спустя, и в 1934 году Джонс уехал из Лондона в Нью-Йорк, записался на последипломное обучение по социологии в Колумбийском университете и женился на Мэри Элизабет Картер, дочери плантатора средней руки из Вирджинии¹². Однако, хотя жизнь Джонса, казалось, вернулась в традиционное русло, этот поворот был неполным. Он поддерживал отношения с левыми немцами в течение 1930-х и до начала 1940-х годов и, возможно, привлекался к разведывательным операциям в США¹³. После женитьбы на Мэри в 1937 году он отправился в свое свадебное путешествие в разрушенную войной Испанию¹⁴. Новобрачные добрались автостопом до линии фронта вместе с писательницей Дороти Паркер. Там же они столкнулись с Эрнестом Хемингуэем, который угостил их бутылкой шотландского виски.

РАСПАД ЕВРОПЫ, КОТОРЫЙ НАБЛЮДАЛ ДЖОНС СНАЧАЛА в Германии, затем в Испании, был экстремальной версией беспорядков, происходивших в его собственной стране. Америка «*Великого Гэтсби*» уступила дорогу Америке «*Гроздьев гнева*» Джона Стейнбека, эра джаза сменилась движением к Великой депрессии. За крахом в октябре 1929-го на Уолл-стрит последовала серия провалов начала 1930-х годов. Инвесторы толпами удирали с рынка, и энергичные ранее брокеры поутихли. Говорили, что в то время можно было прогуляться по знаменитым «каньонам» среди небоскребов недалеко от фондовой биржи и услышать из распахнутых окон лишь стук костяшек — это играли в нарды¹⁵. Однако удивительным было то, что, учитывая его юношеские приключения в тайных левых организациях, Джонс вышел из этой суматохи более рассудительным, чем был ранее. Он честолюбиво боролся с важнейшими вызовами своего поколения, но сделанные им в результате этого выводы тяготели к умеренности.

Политические убеждения Джонса проявились в его работах, которые он писал как социолог и журналист. В конце 1930-х, когда угроза нацизма расплзлась по Европе, Джонс погрузился в исследовательскую работу для своей докторской диссертации, движимый желанием понять, могла бы такая же катастрофа разразиться в его родной стране или нет¹⁶. Тема его диссертации отражала озабоченность левых политиков классовой структурой общества. Он стремился проверить левые тенденции в экономических условиях Америки и их отношение к собственности; он поставил себе цель «разобраться, в какой степени, по нашим основным представлениям, мы — единый народ, а в какой — наш дом разделен»¹⁷. В конце 1938 — начале 1939 года Джонс быстро приехал вместе с Мэри в очаг промышленного конфликта в Акроне, штат Огайо, и собрал команду помощников, чтобы опросить на месте происшествия 1700 участников

конфликта. Проанализировав результаты опроса с помощью ряда статистических инструментов, он пришел к выводу, что сильное экономическое разделение в действительности не приводит к поляризованным идеологиям. Это было отречением от социалистических претензий его молодости и признанием жизненной неспособности американской демократии.

Диссертация Джонса, которая вышла в 1941 году в виде книги под названием «*Жизнь, свобода и собственность*», стала стандартным учебником по социологии. И в то же время она послужила стартом новой карьеры Джонса — на этот раз журналистской. Журнал *Fortune* опубликовал его диссертацию в сокращенном виде, а также предложил Джонсу работу, и он с радостью согласился, несмотря на то что писательство оказалось для него тяжелым трудом. В эссе, опубликованном в 1942 году, Джонс предостерегал, что по окончании войны экономика, контролируемая правительством Рузвельта, должна быть демонтирована¹⁸. Его уважение к рынку, которое подтверждало его отступление от социализма к политическому центру, было смешано с постоянным интересом к программам перераспределения. «Идеальной была бы, — писал он в *Fortune*, — комбинация левых и правых: консервативная, насколько это возможно, защита свободного рынка и радикальная, насколько необходимо, защита благосостояния людей».

В 1948 году авторская работа, написанная по заданию *Fortune*, предоставила Джонсу возможность обратить свое внимание на финансы — тему, которую он в основном игнорировал в течение 20 лет, с тех пор, как работал на консультанта по инвестированию. В эссе, которое в итоге появилось в мае 1949 года под названием «Тенденции прогнозирования», предугадывалось множество хеджевых фондов, которые появились позже. Эссе начиналось критикой «стандартного, старомодного способа предсказания курса фондовой биржи», который заключался в оценке загрузки товарных вагонов, товарных цен и других экономических данных с целью определения стоимости государственных ценных бумаг. Такой подход к стоимости рынка не мог охватить многое из происходящего: Джонс приводил слу-

чаи, когда при отсутствии данных об изменениях в экономике стоимость ценных бумаг резко снижалась. Отвергнув фундаментальный анализ, Джонс обратил свое внимание на то, что, по его мнению, было более выгодной предпосылкой: мнение, что курсы акций двигались по предсказуемым шаблонам психологии инвесторов. Деньги, возможно, были абстракцией, рядом числовых символов, но они также были средством для самовыражения алчности, ужаса и зависти, это был барометр психологии толпы¹⁹. Возможно, для социолога было естественным рассматривать такое предположение как привлекательное.

Джонс полагал, что эмоции инвесторов задают тенденции для движения курсов акций. Подъем на фондовом рынке придает инвестору оптимизма, а тот, в свою очередь, провоцирует дальнейший рост на рынке; этот рост снова придает оптимизма участникам рынка и так далее, и таким образом эта цепочка обратной связи поднимает курс акций, создавая выгодный тренд, по которому можно было следовать с прибылью. Фокус был в том, чтобы выскочить как раз в момент, когда психология претерпевает поворот — когда цепочка обратной связи довела цены до неприемлемого уровня, а алчность превратилась в ужас, и маятник качнулся обратно. Прогнозисты, которых Джонс охарактеризовал в *Fortune*, предлагали новые способы отслеживания этих переломных моментов. Некоторые считали, что если индекс Доу-Джонса поднимается, в то время как большинство отдельных акций падает, то гонка сходит на нет. Другие утверждали, что если курс акций поднимается, но объем продаж снижается, то покупатели уходят с «рынка быков» и прилив скоро повернет обратно. И все разделяли мнение, что секрет финансового успеха заключался в графиках цен на фондовой бирже, потому что паттерны на графиках повторялись.

В своем уважении к прогнозистам, ориентирующимся на графики, Джонс казался странно несведущим в академической экономике. В 1933 и 1944 годах Альфред Коулс, один из основателей статистической экономики, опубликовал два исследования, в которых рассматривались тысячи рекомендаций по инве-

стированию, выданные финансистами-практиками. Первая из этих статей называлась «Могут ли предсказывать прогнозисты фондового рынка?». На этот вопрос был дан лаконичный ответ: «Сомнительно». Джонс выборочно процитировал в *Fortune* работу Коулса, упомянув мимоходом, что этот эксперт обнаружил подтверждение динамики в месячных графиках. Он не стал упоминать ни то, что Коулс не обнаружил динамики, когда изучал цены по отчетам с трехнедельным ценовым рядом, ни его вывод о том, что любое проявление паттернов на рынках было слишком слабым и ненадежным для выгодной торговли²⁰. Тем не менее, несмотря на поверхностное прочтение Коулса Джонсом, существовало как минимум одно положение, в котором они полностью соглашались: оба полагали, что успешные рыночные прогнозисты не могли вечно удерживать свою эффективность на одном и том же уровне. Сам факт предсказания динамики цен, возможно, и уничтожал ее. Предположим, например, что финансовый пророк смог сказать, что движение цен в сторону повышения будет длиться несколько дней, до тех пор, пока рынок не достигнет определенного уровня. За этим советом следуют финансисты, немедленно взвинчивая цены до предсказанного уровня и прерывая ценовую динамику в самом начале. Таким образом, прогнозисты ускоряют работу рынка, но в то же время сами себя лишают работы. В своем эссе, опубликованном в *Fortune*, Джонс делает вывод, что тренды в движении цен отомрут. Рынку останется только «слегка и спокойно колебаться, приспосабливаясь лишь к основным экономическим переменам».

Джонс не мог предвидеть, насколько точно он предугадал историю хеджевых фондов. За последующие десятилетия финансисты-новаторы определяли возможность получения прибыли из рыночных условий, и многие из них обнаружили, что, как только их прогноз принимается достаточным количеством инвесторов, вероятность получения прибыли снижается, потому что рост цен на рынке приобретает более рациональный характер. В 1950-х и 1960-х годах самому Джонсу было суждено

сделать рынок эффективным по-новому. Однако суть этой перемены заключалась вовсе не в том, что он ожидал.

К МОМЕНТУ ПУБЛИКАЦИИ ЭССЕ В *FORTUNE* В МАЕ 1949 года Джонс открыл первый в мире хеджевый фонд. Это произошло не потому, что он неожиданно проникся страстной любовью к финансам, напротив, он еще в большей степени, чем раньше, был увлечен своими политическими метаниями от либерализма к социализму и обратно, а также садоводческими пристрастиями в новом загородном доме в Коннектикуте²¹. Однако теперь, ближе к своему 50-летию, с двумя детьми и дорогостоящими нью-йоркскими манерами, он решил, что ему нужны деньги²². Его попытки заработать побольше на журналистике провалились: он ушел из команды *Fortune* в надежде организовать новый журнал, но два начатых им проекта не смогли привлечь финансовых субсидий. Столкнувшись с непреодолимыми преградами на пути своих публицистических предприятий, Джонс перешел к плану «Б». Он занял у четырех друзей 60 тысяч долларов и добавил 40 тысяч долларов из своего кармана, чтобы попытаться силы в инвестировании.

Инвестиционные отчеты Джонса в последующие 20 лет были одними из самых выдающихся в истории. В 1968 году он добился совокупного дохода почти в 5000 %, то есть инвестор, который дал ему в 1949 году 10 тысяч долларов, теперь имел приличную сумму — 480 тысяч долларов²³. Он стер в порошок своих конкурентов: например, за пять лет, предшествующих 1965 году, он обеспечил рост вложений на 325 %, на фоне чего рост вложений на 225 %, полученный самым «горячим» фондом взаимных инвестиций за тот же период, казался мизерным. За десять лет, предшествующих 1965 году, Джонс заработал почти в два раза больше, чем его ближайшие конкуренты²⁴. По некоторым оценкам, эффективность Джонса в те годы соперничала с эффективностью предприятий Уоррена Баффета²⁵.

Венчурный инвестиционный проект Джонса начинался в убогом офисе на Брод-стрит, занимающем полторы комнаты. Он снял помещение для страховой компании, которой владел один из его инвесторов, Уинслоу Карлтон, элегантный человек, который носил синие рубашки с белыми воротничками и туго завязанные галстуки и ездил на великолепном «паккарде» с открытым верхом. В те ранние годы по утрам Карлтон иногда выводил свою роскошную машину из гаража и ехал в квартиру Джонса на Саттон Плейс, после чего они вместе спускались по Ист-стрит с открытым верхом, обмениваясь рыночными прогнозами. На рабочем столе Джонса стояли печатная машинка Royal и словарь на подставке. Там же располагался биржевой тикер со стеклянным куполом, электромеханический арифмометр, который надо было заводить вручную, и кушетка, на которой Джонс любил вздремнуть после ланча²⁶.

Джонс намеревался проверить, сможет ли он переводить рекомендации аналитиков, интерпретирующих графики, в инвестиционную выгоду. Однако именно структура его фонда была поистине новаторской. Стандартная практика профессиональных инвесторов заключалась в том, чтобы загрузиться акциями, когда рынок должен был пойти вверх, и иметь наготове много наличных, когда он должен был понижаться. Однако Джонс улучшил эту технику. Если графики показывали «рынок быков», он не просто размещал 100 % своего фонда в акциях, он занимал средства, чтобы, так сказать, оказаться на 150 % в длинных позициях — то есть он покупал акции на суммы, в полтора раза большие, чем его собственный капитал. С другой стороны, если графики сигнализировали о проблеме, Джонс не просто уходил в наличные. Он сокращал свои риски, открывая короткие позиции — занимая акции у других инвесторов и продавая их в надежде, что их цена упадет настолько, чтобы их можно было потом выкупить с прибылью.

И леверидж, и короткие продажи использовались в 1920-х годах в основном операторами, которые играли на бирже на свои собственные деньги²⁷. Однако из-за травмы, нанесенной крахом

1927 года, за обеими техниками закрепились дурная слава, и они считались слишком рискованными для профессионалов, которым были поручены чужие сбережения. Новаторство Джонса заключалось в том, чтобы проверить, как можно объединить эти методы без какого бы то ни было риска: как он часто говорил, он использовал «спекулятивные средства для консервативных целей». Посредством короткой продажи части своего фонда в качестве рутинной предосторожности, даже если графики не указывали на понижение, Джонс мог застраховать свой портфель от рыночных рисков. Это развязывало ему руки, давая возможность загрузиться многообещающими акциями, не беспокоясь о провале индекса Доу-Джонса: «Можно купить больше хороших акций, не рискуя так, как рискуют те, кто просто покупает», — как говорил Джонс²⁸. В то время как традиционные инвесторы вынуждены были продавать популярные стоки вроде Хегох или Polaroid, если рынок выглядел шатким, хеджированные позиции позволяли получать прибыль от правильного выбора приобретаемых акций даже тогда, когда рынок казался переоцененным.

В проспекте, распространенном в 1961 году в частном порядке между его внешними партнерами, Джонс объяснял волшебство хеджинга на одном примере²⁹. Предположим, есть два инвестора, у каждого по 100 тысяч долларов. Предположим, оба они одинаково искусны в выборе акций и настроены оптимистично в отношении рынка. Первый инвестор, работающий по обычным принципам управления фондами, вложил 80 тысяч долларов в лучшие акции, которые он смог найти, оставив 20 тысяч в безопасных облигациях. Второй инвестор, работающий по принципам Джонса, занял 100 тысяч, чтобы обеспечить себя бюджетом на «ведение военных действий» в 200 тысяч долларов, затем купил на 130 тысяч хороших акций и открыл короткие позиции по акциям, которые собираются падать, на общую сумму 70 тысяч. Это обеспечивает второму инвестору лучшую диверсификацию по длинным позициям: имея 130 тысяч долларов для игры, он может приобрести более широкий