

питале в \$4,7 млрд, а доход на капитал составлял примерно 40% годовых.

Секрет успеха LTCM заключался в конвергентной торговле, зашкаливающим леверидже от инвестбанков — огромном кредитном плече, в 25 раз превышавшем собственные средства фонда, в колоссальном объеме балансовых позиций по производным финансовым инструментам, превышавшим в 1998 году \$1 трлн.

Конвергентная торговля — это торговая стратегия, состоящая из комбинации двух позиций: форвардной покупки одного актива с поставкой на определенную дату в будущем (длинная позиция) и форвардной продажи аналогичного актива (короткая позиция) по более высокой цене на ту

веру в гений Меривезера не разделяли, поскольку модель LTCM работала только на полностью рациональном рынке, а в реальности никаких линейных зависимостей и постоянных корреляций на финансовых рынках не существует, и рынок в любой момент может повести себя не так, как вел себя раньше. И если что-то пойдет иначе, гигантский объем заемных средств может привести к значительным потерям.

Что в итоге и случилось. Осенью 1997 года произошел азиатский кризис, который вызвал целую волну кризисных явлений и дефолтов по всему миру, включая дефолт по российским ОФЗ 17 августа 1998 года и девальвацию рубля, а это, в свою очередь, привело к неприятию рисков со стороны гло-

**«День хвали вечером,
меч — после битвы,
дев — после свадьбы,
лед — если выдержит,
пиво — коль выпито», —
советует смертным бог Один
в древнеисландском поэтическом
сборнике «Старшая Эдда»**

же дату, в ожидании того, что к тому времени, когда активы должны быть поставлены, цены сойдутся, и, таким образом, игрок получает прибыль на сумму сближения стоимости активов (конвергенции).

Команда LTCM демонстрировала своим вкладчикам, что умеет находить такие парные активы, делать арбитраж, торговать свопами и волатильностью на целом спектре финансовых инструментов, от казначейских обязательств США и ипотечных кредитов до валютных кросс-свопов и облигаций развивающихся стран, включая российские ОФЗ. Джон Меривезер представлял инвесторам свое детище не как обычный хедж-фонд, а как компанию, обладающую уникальной финансовой технологией, созданной настоящими гениями, понять которую обычный человеческий ум не в состоянии, поэтому деталей своих сделок LTCM не раскрывал.

Правда, Поль Самуэльсон, тоже лауреат Нобелевской премии, и Юджин Фама, научный руководитель Шоулза,

бальных инвесторов, к массовому бегству в качественные активы и сбросу позиций, в итоге рациональность испарилась, и рынки синхронно двинулись вниз. LTCM терял активы при неизменных растущих обязательствах, и в итоге его кредитное плечо от соотношения 1:25 взлетело к значению 1:250.

Всего за несколько недель осени 1998 года LTCM столкнулся с рисками дефолта в размере \$1 трлн, что угрожало более чем 50 крупнейшим банкам. В случае банкротства LTCM убытки бы накрыли весь финансовый рынок. ФРС США пришлось срочно спасать ситуацию.

Финал истории банален. Случай LTCM никого ничему не научил, в чем все смогли убедиться в момент краха доткомов двумя годами спустя, а также в кризис 2008 года. Начался расцвет индустрии хедж-фондов, а Федер резерв почувствовал магию печатного станка. К привычным рыночным рискам добавился так называемый моральный риск (англ. moral hazard),

то есть риск недобросовестного поведения, когда инвестфонды или банки получают стимул увеличивать свои рыночные риски, поскольку они знают, что не будут нести полную ответственность за свои действия.

Соотношение риска и прибыли

Риски — кредитные, валютные, процентные, операционные, геополитические и пр. — это неотъемлемое свойство всех финансовых инструментов и всех рынков. К сожалению, даже профессионалы не всегда способны оценить риски и сложность финансовых операций, о чем свидетельствуют многочисленные убытки крупных банков и корпораций. Более того, под инвестиции зачастую маскируются опасные спекуляции, и делается это с помощью математических моделей, различных допущений и псевдонаучных теорий. К тому же многие сделки, как правило, совершаются с большим кредитным плечом, поэтому даже неболь-

шое движение котировок может привести к огромным потерям, если позиция не будет вовремя ликвидирована или захеджирована надлежащим образом.

Покупку финансовых инструментов и продуктов можно назвать инвестицией только тогда, когда инвестор знает, как управлять рисками и когда соотношение доходов и рисков разумное. Как правило, участники рынка используют оценку соотношения риска и вознаграждения, чтобы сравнить ожидаемую доходность от инвестиций с суммой риска, на которую они должны пойти, чтобы получить эту прибыль.

Ожидаемая доходность — это прибыль или убыток, которые инвестор ожидает от инвестиций, опираясь на исторические показатели прибыли, такие как ROI (англ. return on investment) или ROR (англ. rate of return). Показатель ROI является отношением суммы прибыли или убытков к сумме инвестиций. Ожидаемая доходность рассчитывается путем умножения потенциальных результатов на вероят-

