

РАЦИОНАЛЬНОСТЬ ИРРАЦИОНАЛЬНОГО

ЕСЛИ ПОВЕДЕНИЕ ИНВЕСТОРОВ ПОРОЙ КАЖЕТСЯ ВАМ ПРОТИВОРЕЧАЩИМ ЗДРАВЫЙ ЛОГИКЕ, ТО ДЕЛО СКОРЕЕ ВСЕГО В БАНАЛЬНОЙ ЖАДНОСТИ, ПРЕДПОЛАГАЕТ В ИНТЕРВЬЮ SPEAR'S RUSSIA УПРАВЛЯЮЩИЙ ДИРЕКТОР ГРУППЫ БАНКА LOMBARD ODIER **АРНО ЛЕКЛЕРК**.

Классические теории экономики, финансовых рынков исходят из предположения, что действующие в них агенты рациональны. То есть обладают всей полнотой информации, на основе которой принимают максимально точные, взвешенные и объективные решения. Последние события, особенно кризис, говорят о том, что на практике это не совсем так. Что вы на этот счет думаете? Вообще, изменился ли смысл понятия рациональности за последние годы?

Не сильно – человеческая натура остается неизменной. Предполагается, что финансы должны быть рациональным субъектом, поддающимся анализу. А любой анализ – это попытка исследовать и обосновать логически и математически существующие тренды. Это справедливо даже для политических и других гуманитарных наук, для изучения и анализа которых математика и количественные методы используются все более активно. Так что попытки объяснить что-то иррациональное чем-то рациональным – это то, чем философы, математики занимаются давно, и мир финансов здесь не исключение.

Но если серьезно, то я не думаю, что что-то здесь действительно по-настоящему изменилось. На рынках, как и всегда, присутствует определенная степень иррациональности. В этом смысле очень интересным примером представляется Дубай. До кризиса здесь, несомненно, было много иррационального в том, что касалось инвестиций в сектор недвижимости. Они едва избежали дефолта только благодаря экстренной помощи, оказанной Абу-Даби. Пережив это, они стали говорить: «Да, мы все поняли. Теперь мы будем вести себя более разумно». Но сейчас, спустя какое-то время, как можно

видеть, там начинают двигаться в том же самом направлении.

В чем дело? Собственные ошибки по-прежнему никого не учат?

Люди хотят зарабатывать деньги. Это жадность. Когда появляется какой-то быстрорастущий сегмент – не важно, что это: географический регион, отрасль или отдельный товарный рынок, – люди всегда хотят участвовать в росте, оседлать волну. На этот случай есть лишь одно правило: вы не должны оказаться в последних рядах. Не имеет никакого значения, что это – здоровый рост или надувающийся пузырь. Вы хотите быть вынесенным наверх, чтобы заработать свои 30–40%, прежде чем маятник качнется в обратную сторону.

Подобное будет повторяться всегда. Например, сейчас очень большим вопросом являются дальнейшие перспективы американского рынка акций, который в последнее время регулярно обновляет свои исторические максимумы.

Как будут разворачиваться события?

На этот счет, разумеется, существует две теории.

Первая говорит, что рынок уже слишком сильно перегрет и после очередного исторического пика начнется его отвесное падение. Другая настаивает, что это вполне оправданный рост, который основывается на каких-то рациональных, фундаментальных причинах. Но многие инвесторы, наблюдая за тем, как растут котировки в последние два года, просто хотят зарабатывать на этом росте.

Только вчера я общался на эту тему с одним из своих клиентов, который сказал мне, что видит очередной пик и хотел бы получить свои 5–6%



ДОСЬЕ SPEAR'S АРНО ЛЕКЛЕРК

ОКОНЧИЛ ЮРИДИЧЕСКИЙ ФАКУЛЬТЕТ ПАРИЖСКОГО УНИВЕРСИТЕТА

ПО СПЕЦИАЛЬНОСТИ «КОММЕРЧЕСКОЕ ПРАВО»

ПОЛУЧИЛ ДИПЛОМ МВА ВЫСШЕЙ КОММЕРЧЕСКОЙ ШКОЛЫ ПАРИЖА И **ОКОНЧИЛ ГАРВАРДСКУЮ ШКОЛУ БИЗНЕСА**

ЕГО ДЕЛОВАЯ КАРЬЕРА НАЧАЛАСЬ В 1989 ГОДУ В ПАРИЖЕ С РАБОТЫ ЮРИСТА

В ЭТОМ КАЧЕСТВЕ ОН СПЕЦИАЛИЗИРОВАЛСЯ НА ОПЕРАЦИЯХ В ОБЛАСТИ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В СТРАНАХ С РАЗВИВАЮЩЕЙСЯ ЭКОНОМИКОЙ

В 1991 ГОДУ ЛЕКЛЕРК ОСНОВАЛ СВОЮ КОНСАЛТИНГОВУЮ ФИРМУ В МОСКВЕ

ПОСЛЕ ЕЕ ПРОДАЖИ В 1994 ГОДУ **ЗАНИМАЛ РАЗЛИЧНЫЕ ДОЛЖНОСТИ В BOUYGUES GROUP**

В 2000 ГОДУ ПРИШЕЛ В CREDIT SUISSE, ГДЕ ВСКОРЕ ЗАНЯЛ ПОЗИЦИЮ УПРАВЛЯЮЩЕГО ДИРЕКТОРА,

БУДУЧИ ОДНОВРЕМЕННО ЧЛЕНОМ РАЗЛИЧНЫХ КОНСУЛЬТАЦИОННЫХ СОВЕТОВ БАНКА

АРНО ЛЕКЛЕРК ПРИСОЕДИНИЛСЯ К LOMBARD ODIER В ИЮЛЕ 2006 ГОДА

1 ЯНВАРЯ 2007 ГОДА СТАЛ ПАРТНЕРОМ LOMBARD ODIER CAPITAL PARTNERS

В СФЕРУ ЕГО ОТВЕТСТВЕННОСТИ ВХОДИТ РАЗВИТИЕ БИЗНЕСА БАНКА В ОБЛАСТИ ОБСЛУЖИВАНИЯ ЧАСТНЫХ КЛИЕНТОВ ИЗ ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЫ

И БЛИЖНЕГО ВОСТОКА

прибыли. Да, возможно, в известном смысле в этих рассуждениях есть своя доля рациональности. Но если принять во внимание, что мы определенно находимся где-то в конце этой кривой роста, то желание ухватить здесь свои 5–6%, рискуя налететь на обвал рынка, кому-то может справедливо показаться и не совсем рациональным поведением.

Другой пример. Недавно я участвовал в конференции, где обсуждались перспективы экономики Европы. В частности, там говорилось о том, что европейские акции сегодня довольно дешевы. Даже бумаги самых качественных компаний в Германии. Так что их покупка, особенно учитывая постепенный выход из кризиса и сверхмягкую денежную политику ЕЦБ, выглядит весьма разумной инвестиционной идеей. Но нет, люди смотрят на динамику американских индексов и хотят вкладывать туда. Точка. По моему скромному мнению, это иррационально»

Стало быть, жадность по-прежнему движет миром, а человеческая натура неизменна. Именно так.

Клиенты private banking не исключение? При прочих равных они, как правило, более консервативны, имеют советников, которые должны направлять их в более рациональное русло. Не так ли?

В private banking есть две категории клиентов. Большая часть хочет в первую очередь сохранить свои активы. Это типично для русских, но не только для них. Они заработали фантастические деньги в 1990-е или продали бизнес и теперь просто хотят не потерять того, что имеют. Но есть и другие, кто хочет приумножить свое состояние. Почему? Я бы сказал, что они привыкли к процессу зарабатывания больших денег, как это было у них в молодости. К тому же им кажется, что так будет продолжаться вечно. И это, увы, иллюзия.

Что вы имеете в виду?

Вы знаете, когда мы молоды, мы не склонны думать о будущей старости. Мы живем сегодняшним днем, и это естественно. То же самое с людьми, некогда заработавшими большие деньги. В числе прочего это дало им чувство некой исключительности, поскольку, как они привыкли думать, добиться таких же успехов мо-

жет только один из тысячи. Да, конечно, многие из них были блестящими бизнесменами, много работали и находили прекрасные идеи для приумножения капитала. Да, не все могли так, как они. Но, помня об этом, они, как правило, забывают, что во времена их молодости, когда они делали свои состояния, в России была другая экономическая ситуация. Экономика страны прибавляла в среднем под 10% в год, а Москва росла на все 20%. Зарабатывать в тех условиях было гораздо проще. В сущности, им повезло с конъюнктурой.

Это чисто российский феномен?

Отнюдь нет. Например, то же самое происходило на Ближнем Востоке, где люди, инвестировавшие в землю, очень быстро удваивали или утраивали свои состояния. Те, кто сказочно обогатился тогда, сегодня тоже не очень склонны помнить, что подобная конъюнктура была напрямую связана с общим быстрым экономическим подъемом. Как, скажем, это было в 1950-е в Западной Европе. Споры нет: чтобы добиться высот и заработать большие деньги, конечно, ты должен быть сильным, умным и трудолюбивым. Но зарабатывать сегодня в России, как и на Западе, гораздо сложнее по множеству причин: из-за последствий кризиса, общеэкономической ситуации, очень низких процентных ставок, снижения потребительской активности и много чего еще. Иными словами, стереотипы поведения на рынке в силу этих обстоятельств и возраста должны бы поменяться, человек должен стать более консервативным, но это происходит не всегда.

Стереотипы клиентов private banking за это время как-то изменились?

Когда 10 лет назад я встречался с новым клиентом, нередко он говорил что-то вроде: «Хорошо, у меня есть инвестиционный счет в одном банке. Но мне нравится то, что вы рассказываете, так что деньги от продажи своего следующего бизнеса я размещу у вас». То есть они никогда не переводили средства с уже существующего счета в банке, а заводили к вам «свежие» деньги. Да, были и очень богатые люди, и клиенты с активами 1,5–2 млн долларов, которые считались средними по общим меркам. Но всего через 10 лет они смогли увеличить свое состояние в десять раз благодаря правильному инвестиро-

ванию, получая при этом приличное обслуживание в банке. Это были фантастические времена.

Почему это было возможно?

По той же самой причине. Банки смогли получить критическую массу активов в момент начала долгосрочного растущего тренда в экономике. Сейчас мы видим, как определенные банки и инвесторы пытаются следовать тем же путем: ищут растущие темы и стараются инвестировать в начале восходящего тренда. У меня есть частные инвесторы, которые пытаются действовать таким образом. Но опять же: они забывают, что мир не тот, каким был раньше, когда они заработали деньги, что могло просто повезти и они оказались в нужное время в нужном месте. Чтобы действовать в ином ключе, необходимо изменить мышление. Но это невероятно сложно.

Разве кризис, в ходе которого многие богатые люди потеряли по 40–60% своих состояний, не заставил их мыслить иначе?

Да, но обычно такая реакция краткосрочна. Действительно, кризис на многих клиентов private banking оказал эффект холодного душа – они потеряли очень значительные суммы. Особенно те, кто увлекался торговлей с кредитным плечом. Да, в этом смысле в их головах кое-что изменилось, и многие сейчас стараются маргинальной торговлей не злоупотреблять.

Но вот вопрос: означает ли это изменение парадигмы поведения или они просто стали лучше осознавать риски?

Возможно, второе. Сейчас они просто видят, сколько способны потерять, чего не могли – или едва ли могли – понимать, когда были успешны. Число клиентов, осознающих наличие подобных рисков, выросло. В этом смысле их поведение как инвесторов несколько изменилось, но фундаментально – нет.

Для примера взгляните на иных обеспеченных людей, которые покупали недвижимость, например, в Лондоне. Это считается консервативной инвестицией. Многие русские вокруг сейчас делают то же самое: покупают дом, потом апартаменты, еще одни, другие, третьи. А теперь посмотрите на цены на лондонскую недвижимость. Они на своем историческом пике. Продолжать ее покупать – это, по-вашему, рационально?

«.....
 ИНВЕСТИРУЯ НА ИЗЛЕТЕ СИЛЬНОГО
 ТРЕНДА, ИЗБЕЖАТЬ УБЫТКОВ МОЖНО
 ТОЛЬКО, СОБЛЮДАЯ ОДНО ПРАВИЛО:
 ВЫ НЕ ДОЛЖНЫ ОКАЗАТЬСЯ
 В ПОСЛЕДНИХ РЯДАХ
»

По-моему, может, и нет. Но цены на недвижимость в Лондоне продолжают расти.

Вы правы. Напомню, что в кризис они довольно существенно просели, и многие потеряли на этом деньги. Но, повторю, здесь работает все та же психология. Люди, которые заработали большие капиталы на вложениях в британский real estate до кризиса или сейчас, искренне говорят себе: «Я сделал это. Я великий. Я могу повторять этот успех до бесконечности». Может, и так. Хотя лично мне такое поведение кажется не очень рациональным. Даже если вы в итоге ничего не потеряли из-за кризиса, вы уже хорошо заработали. Теперь остановитесь – хватит покупать новые и новые дома. Но психологически это очень сложно. Это тот самый момент, в котором фундаментально ментальность и поведение инвесторов не изменились совсем.

По этой логике инвестиции в облигации сразу после кризиса также не назовешь примером рационального поведения?

Рынки облигаций больше подходят для инвесторов, которые по-настоящему очень консервативны. Скажем, они нравятся клиентам, заработавшим свои капиталы в реальном секторе. Вообще, они не очень верят в финансовые инвестиции. Им нравится вкладывать в то, что можно потрогать руками: вот нефть, вот фабрика, вот завод. Это, к слову, также характерно для многих российских клиентов. И обычно они не меняют этих своих инвестиционных привычек. Вообще, выбор класса и стратегии инвестирования очень сильно зависит от культуры конкретной страны.

Как именно?

Мне доводилось работать с клиентами с Ближнего Востока, Азии и с русскими из разных общин. Подходы к инвестициям у них отличаются разительно. Например, если вы не можете предложить клиенту в Азии какую-нибудь «острую» инвестиционную идею, способную принести хотя

бы 20%, вас даже не дослушают. В Персидском заливе все по-другому. Здесь очень четко видна разница между выходцами из племен, исторически специализировавшихся на торговле, и бедуинами. Первые привыкли беспрестанно торговать. Они не сильно взволнуются, если что-то потеряли на этой сделке, потому что они рассчитывают выиграть вдвое на другой. Они занимаются этим – торгуют и инвестируют – постоянно. Возможно, потому что им больше нечем заняться. Бедуины гораздо более консервативны. Они хотят понимать, что они делают, до самых мелочей. В свою очередь, западных инвесторов, скорее всего, мало заинтересуют ваши рассказы о достоинствах вашего банка – о том, что ему 200 лет, что у него нет долгов и что у него высший кредитный рейтинг. Изначально они оценивают эффективность работы. Все то, что, как мне кажется, очень важно для любого клиента private banking: чтобы его деньги хранились в надежном и безопасном месте, банке и стране – это первый принцип. Опытного западного инвестора больше интересует, есть ли у меня идея, которая принесет ему большой процент прибыли на инвестицию. Нет? Тогда он теряет к вам интерес.

То есть в подходе к выбору инвестиций по-прежнему много иррационального?

Да. Недавно к нам в офис заглянул один джентльмен, чтобы поговорить о возможностях вложения своих денег. Раньше он никогда не инвестировал через нас. Он сообщил мне, что очень хочет вкладывать в американские акции. Я удивился: «Зачем сейчас? Ведь этот рынок сильно перекуплен?» Он ответил: «Я совершенно уверен в своей позиции». Мне очень понравился этот клиент. Он оказался очень милым человеком, но что-то заставляло его действовать иррационально. Это как извержение вулкана.

Рациональная часть его мозга стремится разобраться математически, какие инвестиции ему предлагают. Но вторая часть – это просто человек, который подвластен эмоциям. Я много раз становился этому свидетелем. Это также очень по-русски – выслушать, что вам предлагает банкир, и сначала постараться понять собственным умом, а после этого обязательно посоветоваться с человеком, которому доверяешь, мнение которого авторитетно. Это ваша такая особенная специфика. **‘S**