

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 Хайльбрунновского 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*, stagфляции, 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.

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