

УИЛЬЯМ БЕРНСТАЙН

МАНИФЕСТ ИНВЕСТОРА

ГОТОВИМСЯ
К ПОТРЯСЕНИЯМ,
ПРОЦВЕТАНИЮ
И ВСЕМУ ОСТАЛЬНОМУ

*Preparing for Prosperity,
Armageddon,
and Everything in Between*

Пришло время
взять собственное
финансовое будущее
в свои руки.
Сегодня бесстрашный
дисциплинированный
инвестор может
обеспечить себе
неплохие доходы.

Уильям Бернстайн
Манифест инвестора:
Готовимся к потрясениям,
процветанию и
всему остальному
Серия «Альпина.
Бестселлер (Инвестиции)»

Текст предоставлен правообладателем

http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=27059084

Манифест инвестора: Готовимся к потрясениям, процветанию и всему остальному / Уильям Бернстайн: Альпина Паблишер; Москва; 2017

ISBN 9785961449945

Аннотация

Книга об основах инвестирования и планирования портфеля. Главное, что пытается донести автор до читателей, заключается в рекомендации никогда не забывать о том, что обвалы рынка случаются. Именно поэтому важно выстраивать долгосрочную (да что там греха таить – и краткосрочную) стратегию таким образом, чтобы они не стали неожиданностью.

Содержание

Предисловие	8
Введение	13
Дорожная карта	21
Глава 1	28
Как все начиналось	30
Почти «Смерть в Венеции»	39
Неслыханное снижение премии за риск	44
Резюме	46
Глава 2	47
Пророчество вóрона	48
История и математика	56
Удивительное уравнение Гордона	68
Дом, милый дом?	86
Конец ознакомительного фрагмента.	88
Комментарии	

Уильям Бернстайн
Манифест инвестора:
Готовимся к потрясениям,
процветанию и
всему остальному

Уильям Бернстайн

МАНИФЕСТ ИНВЕСТОРА

ГОТОВИМСЯ К ПОТряСЕНИЯМ,
ПРОЦВЕТАНИЮ
И ВСЕМУ ОСТАЛЬНОМУ

Перевод с английского



альпина
ПАБЛИШЕР

Москва

Переводчик *Т. Гутман*

Редактор *В. Мылов*

Руководитель проекта *А. Половникова*

Корректор *С. Чупахина*

Компьютерная верстка *М. Поташкин*

Арт-директор *Л. Бенишюша*

© William J. Bernstein, 2010

Опубликовано по лицензии John Wiley & Sons International Rights, Inc.

© Издание на русском языке, перевод, оформление. ООО «Альпина Паблишер», 2017

Все права защищены. Произведение предназначено исключительно для частного использования. Никакая часть электронного экземпляра данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, включая размещение в сети Интернет и в корпоративных сетях, для публичного или коллективного использования без письменного разрешения владельца авторских прав. За нарушение авторских прав законодательством предусмотрена выплата компенсации правообладателя в размере до 5 млн. рублей (ст. 49 ЗОАП), а также уголовная ответственность в виде лишения свободы на срок до 6 лет (ст. 146 УК РФ).

* * *

*Посвящается Кэйт, Джоанне и Максу. Надеюсь,
что книга окажется им полезной*

Предисловие

Билл Бернстайн – консультант по инвестициям, невролог, историк экономики, автор ряда бестселлеров, финансовый гуру для разумных людей, – пожалуй, самый умный человек среди тех, кого я знаю. При этом он чрезвычайно открыт и дружелюбен. За 13 лет, которые я проработал в *The Wall Street Journal* редактором раздела, посвященного личным финансам, я неизменно обращался к нему, когда мои собственные творческие ресурсы истощались.

– Ну, Билл, что у тебя на уме сегодня? – бормотал я в телефонную трубку, пряча за шутливым тоном свое отчаяние из-за того, что приближается срок сдачи очередной колонки. Слава богу, Билл всегда выручал меня. Будучи весьма одаренным человеком, он решил попробовать себя на финансовом поприще достаточно поздно и поэтому неизменно полон энтузиазма и свежих идей, которые не приходят в голову тем, кто слишком долго наблюдает за денежным круговоротом на Уолл-стрит и успел пресытиться этим зрелищем.

Таковыми идеями изобилует книга «Манифест инвестора», написанная простым и понятным языком с изрядной долей юмора. Порой мы с Биллом расходимся во мнениях, но оба убеждены, что недавний обвал рынка – это «отличный урок для всех нас», как пишет Билл во введении, и, возможно, именно сейчас открываются наилучшие возможности для

инвестиций за последние три десятка лет.

Чему учит нас финансовый кризис 2008–2009 гг.? Прочитав книгу, вы узнаете, что думает по этому поводу Билл. Предварительно позволю себе выделить пять важных – но, наверное, не самых очевидных выводов.

1. Зачастую мы не столь бесстрашны, как нам кажется.

Высокие доходы требуют высокого риска. Фондовый рынок 2009 г. достаточно опасен, что дает основания для оптимизма. Но даже если в ближайшие несколько лет акции будут приносить неплохую прибыль, результат может не оправдать наших ожиданий, если, принимая решения, мы будем паниковать из-за суматохи на рынках.

Способны ли вы стать успешным инвестором на фондовом рынке? Если вы спокойно выдержали спад 2008–2009 гг., скорее всего, вы вполне способны справиться с инвестиционным портфелем, львиную долю которого составляют акции. Но если вы были напуганы экономическим кризисом и своими убытками, вероятно, в дальнейшем вам следует пересмотреть свою инвестиционную стратегию, сделав ставку на более безопасные способы помещения денежных средств.

2. Кредит способен одурманить.

Для многих из нас автокредит ассоциируется с автомобилем, ипотечная ссуда – с домом, а баланс кредитной карты –

с умопомрачительным уик-эндом в Канкуне. Однако, влезая в долги, мы позволяем им полностью уничтожить наши финансы. Эта простая истина дошла до нас недавно, когда кредитный разгул истекшего десятилетия был остановлен резким падением курса акций и цен на недвижимость.

Предположим, в начале 2008 г. у вас был дом, который стоил \$400 000, портфель акций на \$200 000 и долговые обязательства на \$300 000. Стоимость портфеля акций упала до \$100 000, а цена дома – до \$350 000, значит, ваши совокупные активы уменьшились на 25 %. Но самое скверное в данной ситуации – это удар, нанесенный вашим чистым активам, которые представляют собой стоимость имущества за вычетом непогашенных долгов. Их размер упал на 50 %.

3. Собственный дом не принесет выгоды на пенсии.

Недавний обвал рынка недвижимости должен окончательно опровергнуть расхожее суждение о том, что «недвижимость всегда в цене». Хотя люди больше не надеются, что цена дома будет из года в год расти как на дрожжах, многие продолжают рассматривать свою недвижимость как заготовку на черный день, на которую можно рассчитывать на пенсии.

Разумеется, выйдя на пенсию, можно продать дом и купить другой поменьше или взять обратный ипотечный кредит, чтобы высвободить часть стоимости недвижимости. Но покупка и продажа жилья – дорогое удовольствие, а обратная ипотека требует выплаты комиссионных. При этом вам

нужно где-то жить, а значит, лучше рассматривать свой дом как предмет потребления, а не как помещение капитала.

4. Необходимо делать сбережения. Не так ли?

Что же делать, если рассчитывать на удорожание недвижимости или на прибыли от фондового рынка не приходится? Ответ ясен: создавать сбережения, и как можно быстрее.

Хочется верить, что недавний экономический кризис опровергнет нелепые аргументы в пользу прискорбно низкой нормы сбережений в Америке. В 1990-е гг. финансовые эксперты убеждали нас, что делать сбережения нет нужды, поскольку портфель акций приносит куда большую прибыль. В нынешнем десятилетии эксперты уверяли, что создавать сбережения не имеет смысла, поскольку наши дома стоят огромных денег.

С той поры наши акции и наши дома резко упали в цене. Оказалось, что сказочные биржевые прибыли 1990-х и головокружительный рост цен на недвижимость в начале 2000-х – это кредит, взятый у будущего, и когда это будущее наступило, оно предстало перед нами в весьма неприглядном виде. Вывод: высокие прибыли на инвестированный капитал не основание для сокращения нормы сбережений, поскольку огромные доходы могут в два счета стать ничтожными.

5. Возможно, умные деньги не так уж умны.

В начале 2000-х мы с великой завистью наблюдали за тем,

как «умные деньги» (крупные профессиональные инвесторы) вкладывают средства в хеджевые фонды и рынок прямых инвестиций и делают иные капиталовложения, недоступные для простых инвесторов. При мысли об их сказочных прибылях у нас текли слюнки, тогда как нам оставалось одно – помещать свой капитал в заурядные взаимные фонды. Фантастические прибыли? Увы, для тех, кто вложил средства в фонд Бернарда Мэдоффа и ему подобных, дело обернулось совершенно иначе.

Полагаю, я сказал достаточно. Пришло время послушать Билла. Вполне вероятно, что его слова сделают вас мудрее – а может быть, и богаче.

Джонатан Клементс,

автор книги «Маленькая книжка о деньгах Главной улицы» (The Little Book of Main Street Money),

шоль 2009 г.

Введение

Я написал свою последнюю книгу про инвестиции почти восемь лет назад и поклялся, что больше никогда не возьмусь за эту тему. На то было две причины.

Первая заключалась в том, что финансы представляют собой сравнительно узкую область, хотя нельзя сказать, что она изучена вдоль и поперек. Объем знаний, которыми должен овладеть начинающий инвестор или даже профи, прискорбно мал. Если предложить преподавателю финансовых дисциплин собрать самые важные научные статьи по своей специальности, их наберется не больше нескольких десятков. Если же поставить подобную задачу перед рядовым врачом, социальным работником или иным специалистом, материалы, которые необходимо прочесть, заполнят несколько книжных шкафов, а то и целую комнату. Основную часть того, что мне хотелось сказать о финансах, я поведал в первых двух книгах. Так было до сегодняшнего дня.

Финансовый кризис 2008–2009 гг. резко изменил инвестиционный ландшафт, и я понял, что пришла пора пересмотреть то, что я писал ранее. Экономический спад стал отличным уроком для всех нас, и мне хотелось бы использовать это, чтобы коротко и ясно сформулировать основные принципы инвестирования, которые неподвластны времени.

В 1934 г. отец современного стоимостного инвестирова-

ния Бенджамин Грэм написал книгу «Анализ ценных бумаг» (Security Analysis), где подробно описаны общепринятые сегодня методы оценки акций и облигаций, и ее непременно должен прочесть каждый, кто серьезно интересуется финансами. Как и любой другой многогранный и глубокий труд, она производит на читателей разное впечатление.

Блестящее писательское мастерство Грэма – изысканный стиль и строгая систематизация материала – поразило меня и является прекрасным образцом для любого финансового аналитика. В числе прочего он пишет о поверженных акциях и облигациях: выпущенные некогда могущественными корпорациями, они ждут, чтобы на них польстился хоть кто-то. Иными словами, описывает ситуацию, очень похожую на нынешнюю.

Чуть ли не единственный в своем поколении инвесторов, Грэм сделал необходимые расчеты и пришел к выводу, что любой, у кого есть лишние деньги, будет полным болваном, если не купит хоть немного акций. Он рекомендовал приобретать акции и облигации в соотношении 50/50 – сегодня многие считают такое распределение средств чересчур консервативным, но в 1934 г. большинству такой шаг казался почти безумием.

Когда я впервые прочел «Анализ ценных бумаг», описание рынков прошлого, на которых царил хаос, напомнило мне посредственный фильм об упадке Древнего Рима – все это было любопытно, но едва ли актуально в безмятежной

атмосфере, которая царила на современной финансовой сцене.

Впоследствии оказалось, что я глубоко ошибался. Безмятежность рынков осталась в прошлом, и кое в чем оценка активов в 2008 и 2009 г. куда больше напоминает происходящее в 1934 г., чем хотелось бы большинству из нас, а в не столь отдаленном будущем это сходство может проявиться вновь. Как и в разгар Великой депрессии, щедрые прибыли сегодня ожидают того, кто смел, собран и обладает ликвидными активами. Пришла подходящая пора, чтобы сформировать хорошо продуманный портфель, включающий долгосрочные фондовые активы.

Вторая причина, по которой мне не хотелось писать новую книгу про финансы, была не связана с финансовой экономикой и носила скорее идеологический характер. Успешное инвестирование требует комплекса навыков, которыми владеют очень немногие. Признать это мне было непросто – ведь я написал две книги, в основе которых лежит мысль о том, что любой человек при наличии надлежащего арсенала средств может достичь цели.

И опять-таки я ошибался. Несколько лет переписки и личного общения с тысячами инвесторов заставили меня сделать печальный вывод: заметных успехов в управлении своими денежными средствами добиваются лишь немногие.

Успешному инвестору необходимы четыре качества. Во-первых, он должен испытывать интерес к процессу. В этом

отношении финансы ничем не отличаются от плотницкого дела, садоводства или воспитания детей. Если управление капиталом не доставляет вам удовольствия, результаты будут плачевны, а большинству людей, увы, это занятие доставляет не больше удовольствия, чем визит к стоматологу.

Во-вторых, инвестор должен неплохо владеть математикой – речь идет не просто об азах арифметики и алгебры или способности разбираться в таблицах и ведомостях. Чтобы освоить теорию инвестиций, нужно знать законы теории вероятности и владеть практическими навыками в области статистики. К сожалению, как заметил в разговоре со мной лет десять назад один финансовый обозреватель, даже обычные дроби приводят 90 % населения в ступор.

В-третьих, инвестор должен назубок знать финансовую историю, от краха Компании Южных морей до Великой депрессии. Увы, как мы скоро увидим, такими знаниями не могут похвастаться даже профессионалы.

Даже если инвестор обладает этими качествами, они бесполезны в отсутствие четвертого – внутренней дисциплины, которая заставляет строго придерживаться избранной стратегии, невзирая на потопаы, землетрясения или надвигающийся конец капитализма. Однако держаться избранного курса легко в момент прилива. Когда вода спадает, это куда сложнее.

Думаю, испытание на соответствие каждому из этих требований выдержит не более 10 % населения. Это означает,

что лишь один человек на 10 000 (10 % в четвертой степени) обладает полным набором нужных навыков. Впрочем, наверное, я слишком пессимистичен, ведь каждый из этих навыков не является чем-то обособленным, а значит, если человек достаточно умен, он вполне может заинтересоваться финансами и углубиться в финансовую историю.

Но даже если исходить из куда более оптимистичных предположений – будем считать, что эти навыки связаны между собой и каждым из них обладает 30 % населения, – это означает, что лишь малая толика людей готова управлять своими денежными средствами. И даже при наличии необходимого набора навыков мало иметь энергию и настойчивость. Последнее требование – способность к тому, что легендарный инвестор Чарльз Эллис называет состязанием эмоций, – абсолютно не зависит от трех остальных; Уолл-стрит усыпана костями тех, кто знал, что нужно делать, но не мог заставить себя воплотить свои планы в жизнь.

Всего одно-два поколения назад отсутствие способностей к финансовому делу не создавало особых проблем для среднего американца. У большинства людей не было лишних денег для инвестирования, а сотрудники крупных фирм нередко участвовали в пенсионных программах с фиксированными выплатами. Такие программы, управляемые специалистами, в должный срок обеспечивали надежный поток доходов самому пенсионеру и пережившему его супругу.

Однако традиционный пенсионный план с фиксирован-

ными выплатами, к сожалению, канул в прошлое следом за музыкой диско, а рядовым работникам пришлось превратиться в собственных инвестиционных менеджеров, внося средства на так называемые пенсионные счета с фиксированными взносами – в рамках планов 401(k), 403(b) и самого худшего, 457. Почему-то власти решили, что простым людям под силу справиться с управлением своими инвестициями.

С тем же успехом можно требовать от простого человека, чтобы он сам управлял самолетом или делал хирургические операции своим близким. Абсурд? Однако, если речь идет об управлении воздушным судном или удалении аппендикса у собственного ребенка, это очевидно всем, но, когда дело касается управления пенсионным портфелем, никто не желает понимать, что большинство американцев оказалось в точно такой же ситуации.

На самом деле любой человек с головой и руками способен выполнить самостоятельный полет на простом самолете после десятка часов обучения, а хирурги иногда шутят, что несложной аппендэктомии можно обучить и шимпанзе. (Самое трудное – определить не как, а когда оперировать и как обращаться с пациентом до и после операции.) И все же, как свидетельствует недавний финансовый водоворот, грамотное и уверенное управление денежными средствами зачастую не под силу даже корифеям финансового дела.

Поэтому прочтение данной книги может вызвать у чита-

теля серьезный когнитивный диссонанс. Мне нравится заниматься инвестированием, и я с удовольствием пишу об этом для других людей. Помочь мелким инвесторам управлять своими сбережениями в мире, где каждый стал собственным инвестиционным менеджером, нравится ему это или нет, – весьма благородная цель. Беда в том, что во многих случаях она недостижима.

И все же, принимая во внимание нынешнее состояние рынка, я не могу устоять перед соблазном предпринять еще одну попытку написать о финансах понятно и просто. Я явно не преуспел в этом, написав свою первую книгу «Разумное распределение активов» (The Intelligent Asset Allocator)¹. Я был вполне доволен реакцией в учебной среде и откликом массовой читательской аудитории. Но то, что говорили мне друзья и родственники, радовало куда меньше. «Черт побери, Билл, ведь ты наверняка знаешь, о чем пишешь, но я заснул уже на второй главе». Тогда я написал вторую книгу, «Четыре столпа инвестирования» (The Four Pillars of Investing), которая предназначалась – во всяком случае, по моему замыслу – молодым гуманитариям. На этот раз жалоб было поменьше, но ворчания по поводу излишней сложности таблиц, графиков и примеров по-прежнему предостаточно.

На сей раз я попытался написать книгу, которая, как я надеюсь, будет доступна практически каждому, в том чис-

¹ Бернштейн У. Разумное распределение активов. – М.: Лори, 2005.

ле десяткам миллионов тех, кто был вынужден не по своей воле превратиться в инвестиционного менеджера. Я решил не опускать самые сложные для понимания моменты, но выделил их в особый раздел, «Немного математики», предназначенный для более подготовленных читателей: не являясь необходимыми, эти сведения тем не менее полезны для понимания процесса инвестирования.

Дорожная карта

Первые три главы настоящей книги посвящены теоретическим основам инвестирования и планирования портфеля и, кроме того, содержат немало экскурсов в финансовую историю. На то есть две причины. Во-первых, теория может оказаться достаточно сложной. Различные истории на соответствующие темы делают трудноусвояемые концепции более понятными, а изложение – увлекательным. Известно, что, объясняя теорию относительности, Альберт Эйнштейн использовал пример с двумя пассажирами, которые движутся относительно друг друга, находясь в разных поездах, едущих в одном направлении. Он делал это не только чтобы развлечь слушателей и донести до них свою мысль, но и – по крайней мере поначалу – чтобы облегчить осмысление процесса для самого себя.

Во-вторых, и это куда важнее, как бы хорошо инвестор ни владел теорией инвестирования, он пропадет, если ему не хватает способности хладнокровно взглянуть на происходящее и сказать: «Это кино мы уже видели, и я знаю, чем оно кончится». Достаточно небольшого примера. В 1994 г. бывший член совета директоров банка Salomon Brothers Джон Мериуэзер собрал группу блестящих финансовых экспертов, среди которых были нобелевские лауреаты Майрон Шоулз и Роберт Мертон, и создал компанию под названием Long-

Term Capital Management. Он и его партнеры не только понимали математическую подоплеку своих опционных стратегий не хуже тех, кто работает на Уолл-стрит, но и нередко изобретали подобные методы сами.

Несколько лет эти стратегии творили чудеса, и годовая доходность компании превышала 40 %. Была лишь одна проблема. Разрабатывая свои стратегии, эксперты компании опирались на данные за довольно короткий отрезок времени. Им не приходило в голову протестировать данные за более продолжительный период или обратиться к финансовой истории. Сделав это, они бы поняли, что примерно раз в 10 лет шестерни рыночного механизма перестают крутиться как положено и прежние соотношения между различными видами инвестиций, которые ранее приносили огромные прибыли, на какое-то время резко меняются.

Долговой кризис в Азии, который начался в 1997 г., стал серьезной встряской для мировой экономики, а вместе с ней и для Long-Term Capital Management. На следующий год он распространился и на Россию, которая объявила дефолт. Цены почти на все финансовые активы за исключением государственных облигаций развитых стран упали во всем мире – за недолгий период истории рынка, на который опирались партнеры Long-Term Capital, вырабатывая свою стратегию, подобного не случалось ни разу, – что привело к банкротству компании, которое не на шутку встревожило представителей Федеральной резервной системы. Мериуэзер и

его гениальные помощники совершили классическую ошибку, увлекшись математикой и забыв об истории.

Нынешний инвестиционный ландшафт во многих отношениях столь же уникален, как и любой другой, но он по-прежнему хорошо понятен тем, кто хорошо разбирается в несправедливых обвинениях, которые преследовали инвесторов в прошлые века. К примеру, для тех, кто знаком с крахом Long-Term Capital Management, недавний обвал рынка не был неожиданностью. Предсказать подобные злоключения попросту невозможно, однако важно понимать, что время от времени они случаются, и учитывать это, выстраивая свою долгосрочную инвестиционную стратегию.

Если финансовые катастрофы, описанные в главах 1 и 2, не убедят вас в необходимости диверсифицировать свои риски, едва ли найдутся более весомые аргументы. В главе 3 я рассматриваю подходы, которые могут использовать при формировании портфеля рядовые инвесторы, – они помогут по крайней мере уменьшить ущерб, который способна причинить своенравная богиня финансов.

В первых трех главах я окидываю взглядом широкие горизонты истории и теории инвестиций, используя метафорический телескоп, а в четвертой я беру в руки микроскоп, чтобы помочь читателю поближе познакомиться со своим заклятым врагом, которого он ежедневно видит в зеркале.

Большинство людей так плохо управляют своим инвестиционным портфелем потому, что человеческая приро-

да – это своеобразная чашка Петри, где создана питательная среда для всевозможных видов психопатологии. Две самые опасные для инвесторов разновидности – это излишняя самонадеянность и чрезмерное внимание к недавнему прошлому.

В 1998 г. обозреватель *The Wall Street Journal* Грег Ип написал статью, в которой проанализировал обе эти слабости. В том году Институт Гэллага провел два опроса инвесторов – в июне и сентябре, до и после дефолта в России и краха Long-Term Capital Management, – о том, какой, по их мнению, будет доходность их портфелей и рынка в целом^[1]. Результаты были таковы:

Ожидаемая доходность	Июнь 1998 г., %	Сентябрь 1998 г., %
Следующий год, собственный портфель	15,2	12,9
Следующий год, рынок США в целом	13,4	10,5

Эта таблица позволяет обнаружить три момента. Прежде всего обратите внимание, насколько оптимистичны оценки предполагаемой доходности. Эти показатели куда выше долгосрочной доходности акций в США, стране, которая демонстрирует самые высокие результаты среди крупнейших рынков.

Далее, опрошенные рассчитывали превзойти рынок примерно на 2 % (разница между показателями в первой и вто-

рой строке). Это весьма примечательно, поскольку в совокупности эти инвесторы и являются рынком. Более того, среднестатистический инвестор не выходит даже на уровень рыночной доходности, а расходы, которые он несет, делают доходность его портфеля еще ниже. За несколько десятков лет такая медленная утечка средств способна истощить любой портфель.

И наконец, и это самое любопытное, уровень ожидаемой доходности *снижается* после летнего падения цен. Всем известно: чем меньше вы платите за актив, тем больше зарабатываете при его продаже. Падение цен в большинстве случаев должно приводить к росту ожидаемой доходности. И тем не менее данные Института Гэллага, которые приводит Ип, свидетельствуют об обратном. Рядовой инвестор полагает, что его доходы будут выше, если он покупает по высоким ценам, а не по низким.

Американские инвесторы оказались не только до смешного самонадеянными – они не осознавали, что их сбивали с толку недавние доходы. Ожидаемые показатели были чрезвычайно преувеличены в свете высокой доходности во время экономического бума 1990-х, когда любой ловкач мог зарабатывать 20 % в год, хотя этот период длился не слишком долго.

Однако долгосрочные данные о среднерыночной доходности говорят о том, что ее нормальный уровень составляет 10 %, а в основном признанные методы оценки доходности

рынка в будущем обозначают еще более низкие показатели. Беда в том, что прогнозы инвесторов меняются в том же направлении, что и цены на бирже, хотя элементарная логика подсказывает обратное.

Главы 5 и 6 посвящены реализации стратегий, разработанных в предыдущих главах. Если вы овладели теорией инвестирования и его историей и способны управлять собственными эмоциями, эта задача будет для вас самой легкой.

Я выделил три основных принципа: во-первых, не жадничать сверх меры, во-вторых, позаботиться о максимальной диверсификации и, в-третьих, всегда быть предельно осторожным. Те, кто ищет работу в инвестиционных банках, брокерских фирмах и взаимных фондах, руководствуются совершенно иными соображениями, нежели те, кто хочет служить в пожарной охране или учить детей в начальной школе. Сознаете вы или нет, но инвестирование – это бесконечная игра с нулевой суммой, борьба не на жизнь, а на смерть. Вы имеете дело с настоящими пираньями, и если не принять все меры предосторожности, индустрия финансовых услуг обдерет вас как липку быстрее, чем вы успеете произнести «Берни Мэдофф».

Эта книга нечто вроде руководства по управлению спасательной шлюпкой. Десятки миллионов американцев и сотни миллионов людей в других странах оказались выброшенными в бурное море инвестиций. Сейчас эти воды более опасны, чем когда-либо ранее, однако причудливая логика фи-

нансового дела говорит о том, что при этом они могут принести немалые прибыли. Я надеюсь, что сведения, которые читатели почерпнут из этой книги, помогут им благополучно добраться до берега.

*Уильям Бернстайн,
Норт-Бенд, Орегон*

Глава 1

Краткая история финансов

Я обнаружил, что зачастую самые животрепещущие вопросы задаются во время ланча.

Как-то в полдень – это был 2000 г. – я оказался в китайском ресторане на Манхэттене в компании хорошо известного управляющего хеджевым фондом и автора ряда научных работ по финансовому делу. Мы оба, как и многие другие, были озадачены беспрецедентным подъемом цен на бирже.

– Я никак не могу понять, – начал мой друг, – умны инвесторы или глупы.

Увидев озадаченное выражение моего лица, он пояснил: – Возможно, премия за риск по акциям все еще завышена, и это означает, что цены вернутся к среднему, а значит, инвесторы глупы. Но за последние десять лет премия за риск по акциям стала значительно ниже, и это говорит о том, что цены не вернутся к среднему, а инвесторы умны.

Что он имел в виду и почему этот вопрос был так важен? Поскольку мой друг обладает недюжинным умом и занимается финансами всю свою сознательную жизнь, мне придется перевести его вопрос на простой язык. «В прошлом акции обладали высокой доходностью, поскольку их держатели несли действительно высокий риск. Но сегодня акции

так дороги, что есть только два варианта: либо они резко упадут в цене, после чего их доходность вырастет (в этом случае инвесторы глупы, поскольку торопятся выложить за них большие деньги), либо цены уменьшатся незначительно и при небольшом риске доходность в будущем останется долгое время невысокой (а значит, инвесторы умны)».

Мы оба понимали, что наличие умственных способностей у инвестора, будь то скромный участник плана 401(k) или финансовый воротила, – дело второстепенное. Вопрос моего друга относился скорее к глубинной сути инвестирования – взаимосвязи между риском и доходностью.

В середине 1990-х гг. люди в какой-то момент забыли о связи риска и доходности и, хотя крах 2000–2002 гг. ненадолго вернул инвесторов на землю, поколебав их самонадеянность, ущерб был не столь велик и продолжителен, чтобы сохраниться в их памяти надолго.

Однако в 2009 г. инвесторы сознавали финансовый риск в полной мере; будут ли они помнить о нем еще десятки лет, как те, кто пережил крах рынка в 1929–1932 гг., или их бдительности не хватит и на год, как случилось в 2002 г., покажет время. Сколько бы ни продлился нынешний период потрясений, он дает возможность изучить резко изменившиеся условия инвестирования. В данной книге основное внимание уделяется чрезвычайно важной взаимосвязи риска и доходности и ее значению для инвесторов в нынешнюю бурную эпоху.

Как все начиналось

Чтобы разобраться с риском и доходностью, нам придется отправиться в незапамятные времена зарождения цивилизации. Сагу об инвестировании, которая охватывает несколько тысячелетий, можно разбить на три части: развитие ссудного капитала, развитие акционерного капитала и развитие рынков капитала.

С начала человеческой цивилизации потребители покупали продукты у земледельцев и торговцев, и при этом первые, вторые и третьи нуждались в ссудном капитале. Тексты на первых клинописных табличках, найденных на территории Месопотамии, где расположен нынешний Ирак, в основном посвящены производству и коммерции, и в том числе кредитным операциям. Простые люди брали ссуды, чтобы купить еду и иметь крышу над головой, фермеры использовали заемные средства, чтобы приобрести семена, орудия труда и рабов или оплатить наемный труд, а торговцы не могли обойтись без ссудного капитала, снаряжая торговые караваны и корабли и закупаая товары и валюту.

Как и любой другой товар, деньги имеют свою цену. То, что мы понимаем под деньгами сегодня, – серебряные, золотые и медные монеты – было изобретено лишь в конце VII в. до н. э. жителями Лидии в Малой Азии. Но это не столь важно. Играть роль денег мог любой популярный товар. Зерно,

серебряные слитки и скот успешно служили капиталом за тысячи лет до изобретения монет.

В древности ссудным капиталом для земледельца вполне мог стать бушель посевного зерна или голова скота. Он брал их взаймы и возвращал долг (обычно в двойном размере) в следующий сезон – подобная практика до сих пор наблюдается в примитивных аграрных обществах. Таким образом, на момент зарождения сельского хозяйства прибыль на инвестиции – ее называют либо «стоимостью капитала», либо «процентной ставкой» – составляла 100 % на посевной сезон.

Почему ставка доходности была так высока? На то были как минимум две причины. Первая – это спрос и предложение. Древние аграрные общества были очень бедны, спрос на капитал весьма велик, а его весьма скромные свободные излишки сосредоточены главным образом в руках богатых земледельцев и коммерсантов. Все это позволяло владельцам капитала задираť цены до небес. Вторая причина высокой стоимости капитала заключалась в том, что давать ссуды было весьма рискованно. В то время не существовало безрисковых казначейских векселей, а вероятность неплатежей была очень высока. Лишь в конце Средних веков правительства стран Северной Европы начали предлагать высоконадежные кредитные билеты и векселя «с нулевым риском».

Какой из этих двух факторов – спрос и предложение или кредитный риск – был главной причиной высокой доходно-

сти инвестиций? Я считаю, что решающую роль играл дисбаланс спроса и предложения. На случай неплатежа кредиторы всегда брали залог, а к неплательщикам применялись самые жестокие меры: у должника могли полностью конфисковать имущество или обратить в рабство его самого и его семью. Подобные меры обеспечивали кредиторам необходимую защиту от неплатежей и тем самым увеличивали предложение капитала, который могли взять в долг бедняки. Законодательство, которое благоприятствует заемщикам в ущерб кредиторам, отбивает у последних желание давать займы и в конечном итоге идет скорее во вред, чем во благо заемщикам – таков негативный побочный эффект законодательства о банкротстве.

Однако время шло, люди постепенно богатели, капитала становилось больше, а его цена – процентная ставка – падала. В III тыс. до н. э. заемщики Шумера платили 33 % в год за ссужаемое зерно и 20 % – за ссуды серебром. Тысячу лет спустя самые надежные заемщики Вавилонии брали кредиты серебром под 10 %. Еще через тысячу лет ставка ссудного процента у греков снизилась до 6, а в период расцвета Римской империи она упала до 4 %^[2].

Почему я посвятил последние страницы древней истории? Ведь эта книга – об инвестировании в наши дни. *Потому что для каждого потребителя капитала существует тот или иной поставщик капитала.* Именно в этом месте на сцене появляетесь вы, инвестор, поставщик капитала.

На финансовом языке «стоимость капитала» для его потребителей – это абсолютно то же самое, что и доходность для инвестора, и, будучи инвестором, вы можете в полной мере понять этот процесс, только оценив риски и выгоды потребителей вашего капитала.

До сих пор я рассказывал о том, что на современном этапе называется «долговым финансированием». Однако издавна капитал поставлялся и на другом основании, а именно через долевое владение собственностью, известное сегодня как «акционерное финансирование», при котором владелец излишков капитала предоставляет его предпринимателю или торговцу в обмен на долю активов и будущие прибыли предприятия.

С точки зрения заемщика, этот подход не столь рискован, как взятие в долг: если он разорится, то останется должен инвестору лишь долю от остаточных активов предприятия, поскольку прибыли, подлежащие распределению, отсутствуют. Однако, с точки зрения кредитора, акционерный капитал – весьма рискованный актив, поскольку шансы лишиться вложенных средств в этом случае куда выше, чем при выделении ссуды.

Более того, держатель акций обнаруживает, что вычислить потенциал роста подобных инвестиций чертовски сложно – он может оказаться как астрономическим, так и ничтожным, а убытки могут привести к полной потере средств. Сегодня для привлечения заемного капитала большинство

крупных фирм обращаются в банки или выпускают акции и облигации. Приоритет при погашении долгов имеют банки и держатели облигаций. Лишь после них владельцы акций – «остаточные собственники» – получают то, что останется.

В очереди на получение доходов от бизнеса держатель акций стоит на последнем месте. Поскольку такие условия рискованны, *в среднем* он заслуживает более высокого дохода, чем держатели облигаций, которые получают свои деньги обратно первыми.

Эти три причины – высокая вероятность убытков, сложность оценки будущих прибылей и остаточный принцип возвращения вложенных средств – дают владельцам акционерного капитала право требовать премию в виде высоких доходов. Это и есть «премия за риск по акциям», о которой я и мой друг размышляли в тот день за ланчем.

Поскольку владение акциями связано с высоким риском, широкомасштабное развитие этого вида собственности началось довольно поздно. Хотя небольшие предприятия с древности распределяли собственность среди отдельных лиц, первые акционерные компании появились лишь в Средние века. Примерно в 1150 г. н. э. право собственности на водяную мельницу в Базакле в Южной Франции было поделено на доли с помощью акций. Эти акции активно торговались на Парижской бирже с момента ее открытия в XVIII в. и до 1946 г., когда правительство, сформированное социалистами, которым явно не хватало знания истории и эконо-

мического чутья, национализировало эту компанию^[3].

Примерно в 1600 г. Британская (EIC) и Голландская (VOC) Ост-Индские компании стали продавать акции своих предприятий, которые на первых порах зарабатывали торговлей пряностями и специями из Восточной Азии – в ту пору это приносило сказочные прибыли. Разумеется, масштабы их деятельности были куда шире, чем у скромной водяной мельницы во Франции. Различия между двумя этими компаниями наглядно отражали разницу в уровне возможностей, богатства, знаний и опыта Англии и Нидерландов и в их подходах к вознаграждению инвесторов.

В то время Англия была отсталой, слабой страной, где почти не функционировали рынки капитала. Королева Елизавета I, которая издала указ о создании EIC, была, по современным меркам, коррумпированным монархом: основными источниками ее дохода были плата за аренду королевских земельных владений и продажа монопольных прав на производство или торговлю теми или иными товарами. Такие права получали главным образом фавориты королевы (одной из самых известных стала монополия на производство сладких вин, которую выкупил сэр Уолтер Рэли). Те, кто предоставлял кредиты короне, устанавливали высокие процентные ставки, чтобы компенсировать риск подобных сделок, – монархи достаточно часто отказывались от уплаты долгов.

Вследствие этого стоимость капитала, или процентная ставка, в Англии эпохи Тюдоров была высока. Минимальные

ставки для привилегированных заемщиков, которые брали кредиты под щедрый залог, колебались в пределах 10–14 %, тогда как процентные ставки по ссудам для более рискованных предприятий и по кредитам короне были еще выше^[4]. ЕИС, компания с туманными перспективами, не имела возможности ни привлечь заемный капитал – никто не представил бы ей кредит ни за какие деньги, – ни продать обычные акции. Вместо этого она была вынуждена продавать право долевой собственности в каждой из ежегодных торговых экспедиций и отдавать инвесторам весь вложенный капитал, когда корабли компании, груженные пряностями и специями, возвращались из Ост-Индии. После этого ей приходилось вновь добывать средства, чтобы снарядить очередную экспедицию. Попросту говоря, ЕИС не имела постоянного капитала для финансирования своей текущей деятельности.

К счастью для инвесторов, экспедиции ЕИС были весьма успешными и доходы нередко превышали 100 %. Не следует забывать, что доходность инвестиций и стоимость капитала для коммерческого предприятия – две стороны одной медали. Высокие доходы означали, что британские коммерческие предприятия платили за начальный капитал дорогой ценой, а это не способствует росту экономики или мощи страны.

При этом Голландская Ост-Индская компания процветала на развитом и надежном рынке капитала Нидерландов. В конце XVI в. власти крупных провинций и частные лица, которые считались надежными заемщиками, могли взять ссу-

ду всего под 4 % годовых. Когда VOC выпустила свои первые акции, речь шла о вложении средств в ее постоянный капитал. Компания намеревалась потратить вырученные деньги по своему усмотрению, и инвесторы не рассчитывали на быстрое возвращение вложенных средств, за исключением регулярного поступления дивидендов.

Голландский рынок капитала с его относительно низкой доходностью, высокой надежностью инвестиций и низкими ставками ссудного процента, которые стимулировали развитие предпринимательства, был полной противоположностью тому, что происходило в Англии, где инвесторы получали высокие доходы ценой еще более высокого риска.

Теперь у нас есть два из трех элементов, необходимых, чтобы ответить на меланхоличный вопрос моего друга, заданный за ланчем в 2000 г.: долги и акционерный капитал и разница в их стоимости, *премия за риск по акциям*. Чтобы понять, чего ожидать от риска и доходности, осталось научиться хорошо разбираться в рынках, на которых обращаются долги и акционерный капитал.

Наличие долгов и акционерного капитала еще не означает, что соответствующий рынок существует. Когда в 2500 г. до н. э. в Месопотамии один земледелец ссужал другому бушель зерна, подобная операция оставалась просто соглашением между двумя частными лицами. Безусловно, такая ссуда могла считаться активом заимодавца, но он не имел возможности продать ее другому инвестору. Подобным обра-

Зом до появления Парижской биржи владелец акций мельницы в Базакле не мог беспрепятственно продать свою долю кому-то другому, хотя, несомненно, частные лица время от времени продавали акции друг другу.

Почти «Смерть в Венеции»

Настоящая история рынков капитала начинается в V в. н. э., когда падение Римской империи на западе заставило небольшую группу беженцев искать пристанища. Они нашли его на архипелаге, расположенном в тихой лагуне в северной части Адриатического побережья Италии. Созданный ими город-государство Венеция стремительно развивается благодаря расцвету торговли с Западным Средиземноморьем. В начале II тысячелетия здесь курсировали корабли, груженные самыми прибыльными в ту пору товарами – рабами и зерном с Черного моря, пряностями и специями из Восточной Азии, благовониями из Александрии и Каира и предметами роскоши из самых отдаленных уголков земного шара.

Венеция почти непрерывно воевала со своими более могущественными соседями и торговыми конкурентами, главным образом с Генуей и турками-османами. Чтобы финансировать участие в этих вооруженных столкновениях, *Ла Серениссима* – Светлейшая Венеция – взимала с самых состоятельных граждан любопытную разновидность налога, *prestiti*.

Prestiti представляли собой 5 %-ные облигации, выпускаемые государством. Венецианское казначейство обязывало богатых граждан покупать эти ценные бумаги, что было довольно обременительно, поскольку обычная процентная ставка составляла около 6 % в мирное время и 15–20 % в

период кризисов – а именно в эту пору казначейство чаще всего выпускало такие облигации.

Состоятельные граждане вносили основную сумму в государственную казну, которая периодически выплачивала проценты зарегистрированным владельцам облигаций. Рынок облигаций в его нынешнем виде появился на свет, когда казначейство разрешило владельцам облигаций производить перерегистрацию этих ценных бумаг на другое лицо. Возможность перепродажи *prestiti* вскоре привела к формированию так называемого вторичного рынка не только в Венеции, но и в других странах.

На рис. 1.1 показана динамика цен *prestiti* в течение двух веков – с 1300 по 1500 г. О чем говорит этот график? В течение первых 75 лет ситуация в Венеции оставалась относительно стабильной и цены *prestiti* были очень высокими – торговались практически по номиналу (100 % номинальной стоимости). В конце 1375 г. они продавались за 92,5 % номинала.

В 1377–1380 гг. Венеция вела жестокую войну с Генуей. Поначалу цены *prestiti* упали из-за финансовых потрясений, а не из-за поражений на поле битвы: предстоящие военные расходы заставили республику приостановить выплату процентов и выпустить огромное количество новых облигаций. Это привело к тому, что к началу конфликта их цена упала до 19 % номинальной стоимости. Затем начались военные действия – в 1379 г. генуэзцы проникли на территорию ла-

гуны, захватили город Кьоджа и замкнули блокаду Венеции. Последняя оказалась на волоске от поражения. В 1380 г., когда город, казалось, должен был вот-вот капитулировать, венецианцы предприняли отчаянную попытку прорвать блокаду Кьоджи, сломали волю генуэзцев и заставили их отступить^[5].

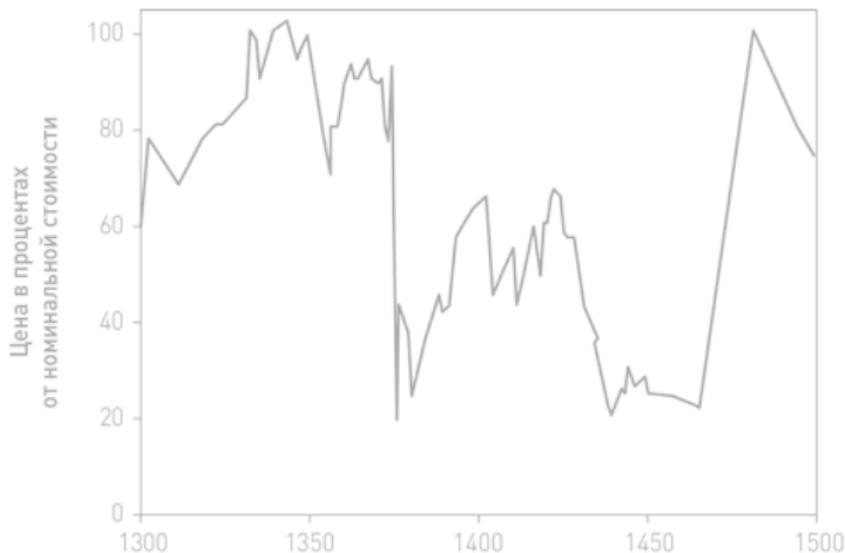


Рис 1.1. Цена венецианских *prestiti* в 1300–1500 гг.

Источник: Sidney Homer and Richard Sylla, *A History of Interest Rates* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005), 99, 107.

В дальнейшем Венеция воевала более успешно, но высокие расходы на военные действия требовали постоянного выпуска новых *prestiti*, что снижало цену последних на вто-

ричном рынке в течение почти 100 лет, до рефинансирования долга республики в 1482 г.

Но опять-таки, какое отношение имеют эти средневековые реалии к сегодняшним рынкам? Самое прямое, поскольку история *prestiti* демонстрирует тесную связь между риском и доходностью на достаточно раннем историческом этапе. Венецианцы, которые покупали *prestiti* на вторичном рынке по высоким ценам в спокойные годы, получали самые низкие доходы. И наоборот, те, кто купил *prestiti* на вторичном рынке в 1377 г. за 19 % номинальной стоимости, получили не только 26,3 % дохода (5 %, деленные на 0,19), но и солидный прирост капитала в дальнейшем. Опасность того, что Венеция потерпит поражение в войне с генуэзцами и *prestiti* попросту обесценятся, была весьма велика – отсюда и термин *премия за риск*.

Если бы не эти исторические перипетии, динамика цен венецианских *prestiti* была относительно благоприятной – после страшных событий 1377–1380 гг. *Ла Серениссима* выпускала долговые обязательства и выплачивала проценты более 400 лет. Развитые страны, как правило, успешно восстанавливаются после военных конфликтов и экономических спадов, и те, кому хватает смелости вкладывать средства в самые черные дни, обычно получают очень высокие прибыли.

И все же рынки восстанавливаются не всегда. До 1914 г., когда из-за Первой мировой войны закрылась фондовая биржа в Санкт-Петербурге, российский фондовый и облигаци-

онный рынки отличались высокой деловой активностью и пользовались признанием во всем мире. Но они так и не возобновили свою деятельность. В течение XX в. войны и политические перевороты уничтожили или по меньшей мере парализовали не только Санкт-Петербургскую биржу, но и множество других некогда активных рынков ценных бумаг – примерами могут служить Каир, Бомбей, Буэнос-Айрес и Шанхай.

В течение последних 200 лет держатели акций США, как правило, оставались в выигрыше в долгосрочной перспективе. Однако история говорит о том, что, вполне возможно, в один прекрасный день нашему везению придет конец.

Сегодняшнему инвестору необходимо понять, находимся мы в Венеции 1377 г. или в Санкт-Петербурге 1914 г. В большинстве аспектов сегодняшние финансовые рынки напоминают первый вариант. Они находятся в весьма сложном положении, и на то есть все основания. Хотя мировая экономика, а вместе с ней и рынок ценных бумаг, скорее всего, восстановятся и породят новое поколение бесстрашных инвесторов, которые будут получать высокие доходы, – именно так произошло с *prestiti* в 1377 г., – возможно, все обернется куда хуже, чем рассчитывает большинство. Мы попросту не знаем наверняка, и в этом суть премии за риск: вознаграждение за приятие неведомого. Если же в конечном итоге все сложится благополучно, высокий риск позволит получить высокое вознаграждение.

Неслыханное снижение премии за риск

Спустя восемь лет после нашей беседы за ланчем в китайском ресторане рынки, похоже, дали исчерпывающий ответ на вопрос моего друга. Биржевые инвесторы действительно были глупы – не сделав выводов из прошлого, они не поняли, что даже самые безопасные активы могут стать весьма рискованными, а премия за этот риск может оказаться чрезвычайно низкой.

В 2000 г. многие финансисты почувствовали, что премия за риск по акциям снижается. К сожалению, многие из них, и в первую очередь собратья моего друга из хеджевых фондов, совершили роковую ошибку. Поскольку премии за риск уменьшились, рассуждали они, единственный способ приумножить свои доходы – привлечь крупный заемный капитал, или, выражаясь финансовым языком, увеличить кредитное плечо (леверидж). Об этом в немного ином контексте удачно высказался один из самых авторитетных американских авторов, пишущих на финансовую тему:

Представьте человека, стоящего на стремянке. Приподнявшись на цыпочки, он пытается дотянуться до нужной ему вещи. Будем считать, что эта вещь – прибыль, а стремянка – кредитное плечо. А теперь выбейте лестницу у него из-под ног. Наш герой упадет,

а его долговые обязательства разобьются вдребезги^[6].

Резюме

Поставщики и потребители капитала существовали на протяжении всей финансовой истории, и сегодня ситуация не изменилась.

Издавна этот капитал имел две основные формы: заемный капитал (включая облигации) и долевого капитал (паи или акции). Последний более уязвим в правовом отношении, а значит, предполагает более высокий риск. Поэтому, чтобы привлечь инвесторов, требуется повышенная доходность в долгосрочной перспективе.

В периоды крупных социальных и политических потрясений и военных конфликтов курс акций и облигаций, как правило, резко снижается. Зачастую это создает условия для высокой доходности в будущем. Однако порой инвесторы безвозвратно теряют все вложенные средства. Финансовая история говорит о том, что, если до сих пор такого не случилось на рынках акций и облигаций США, это не означает, что подобного не произойдет в будущем.

Глава 2

Природа зверя

*Голубые фишки не добыть без риска.
Старинная поговорка Уолл-стрит*

Прочитав эту книгу, вы должны твердо усвоить главное: риск и доходность неразрывно связаны между собой. Практически во всех странах, где экономисты изучали доходность ценных бумаг, доходность акций превышала доходность облигаций^[7]. Если вы хотите получать более высокие доходы, вам придется платить за это, принимая на себя риск. Это означает, что время от времени вы будете терять уйму денег. И наоборот, если вы стремитесь к полной безопасности, будьте готовы к тому, что ваши доходы будут невелики. Третьего не дано.

Пророчество вброна

Наше путешествие по стране риска и доходности мы начнем в ясный морозный день безмятежного 1998 г. Вы вышли прогуляться, и, когда начали размышлять о своих финансовых делах, у вас сразу улучшилось настроение. Стоимость вашего портфеля, который состоит из тщательно отобранных акций и облигаций, за последние четыре года выросла вдвое. Рынок неуклонно растет. Хотя вы добились меньших успехов, чем ваши знакомые, которые заключают крупные сделки по опционам на доткомы и вкладывают средства в акции агрессивных технологических фондов, ваши скромные достижения вполне позволяют вам надеяться на безбедное существование после выхода на пенсию.

Внезапно вы слышите хлопанье крыльев и чувствуете, что к вам на плечо опускается птица. «О, – радостно восклицаете вы, – это синяя птица счастья!» Но вы ошиблись – при ближайшем рассмотрении ее оперение оказывается черным как ночь. «Привет, – угрюмо произносит птица, – я, ворон, предвещаю крах рынка капитала».

Похоже, появление крылатого гостя не сулит добрых вестей. Он предвещает, что в течение следующего десятилетия вас ожидают не один, а два крупнейших в истории обвала рынка. Во время каждого из них биржевые индексы упадут примерно вдвое.

«О мудрая птица, – умоляете вы, – прошу тебя, скажи, когда произойдут эти беды, чтобы я смог избежать роковых потерь». Но ворон безмолвно расправляет крылья и улетает прочь, и вы готовы поклясться, что при этом его клюв складывается в ухмылку.

Предсказание ворона сбывается – в течение следующих десяти лет вам придется пережить не одно, а два крупнейших падения рынка из пяти, случившихся за последние 100 лет. Динамика доходности основных категорий акций и облигаций в период 1999–2008 гг. представлена в таблице 2.1, которая иллюстрирует ситуацию с риском и доходностью на этом отрезке времени. Давайте внимательно изучим ее.

В первой колонке перечислены рассматриваемые классы активов. Первые 12 представляют собой основные разновидности акционерного капитала (иначе говоря, акций), выделенные с учетом трех критериев: местоположение (США, развитые зарубежные страны и страны с развивающимися рынками), размер компании (крупные и мелкие) и тип компании – «недооцененные» или «рыночные». (К категории *рыночных* относятся крупные дорогие компании, привлекающие широкий круг инвесторов, а к *недооцененным* – дешевые, малопривлекательные компании, акции которых продаются по низкому курсу.) Такую классификацию акций используют множество специалистов в финансовой сфере. Последние две строки занимают активы с фиксированной доходностью (облигации), которые считаются относительно

«безопасными».

Таблица 2.1. Совокупная доходность различных категорий акций и облигаций, 1999–2008 гг.

Класс активов	Сент.	Нояб.	Янв.
	2000 г. — сент. 2002 г.	2007 г. — нояб. 2008 г.	1999 г. — дек. 2008 г.
Акции крупных компаний США	-44,92%	-40,48%	-13,77%
Акции крупных недооцененных компаний США	-10,10%	-46,05%	+23,71%
Акции компаний США с уровнем капитализации от \$50 млн до \$300 млн	-17,58%	-45,18%	+86,63%
Акции мелких недооцененных компаний США	+0,69%	-45,83%	+102,63%
Инвестиционные трасты недвижимости (REIT)	+26,28%	-54,77%	+107,14%
Акции крупных зарубежных компаний	-40,94%	-48,46%	+13,23%
Акции крупных недооцененных зарубежных компаний	-25,87%	-54,12%	+59,02%
Акции мелких зарубежных компаний	-17,20%	-53,52%	+97,34%
Акции мелких недооцененных зарубежных компаний	-5,68%	-52,42%	+148,23%
Акции крупных компаний на развивающихся рынках	-32,61%	-56,13%	+147,67%
Акции недооцененных компаний на развивающихся рынках	-26,79%	-62,01%	+251,38%
Акции мелких компаний на развивающихся рынках	-27,59%	-62,91%	+196,43%
Казначейские облигации со сроком погашения от года до 10 лет	+22,76%	+12,36%	+73,64%
Корпоративные облигации со сроком	+22,80%	-5,45%	+60,41%

Вторая колонка отражает доходность данных классов активов в период медвежьего рынка 2000–2002 гг. В предшествующие пять лет – с 1995 по 1999 г. – наблюдался, вероятно, крупнейший пузырь фондового рынка в истории человечества. Инвесторы, безоглядно уверовавшие в возможности Интернета, швыряли на ветер миллионы, а то и миллиарды, поддерживая пару десятков предпринимателей с весьма туманными бизнес-моделями. Последним было достаточно добавить к названию своей компании заветное.com, чтобы курс ее акций на бирже взлетел вдвое.

Кроме того, всеобщая эйфория взвинтила цены крупнейших быстро растущих компаний, которые, по мнению инвесторов, имели блестящие перспективы в интернет-бизнесе. Все остальные классы активов были заброшены. Инвестиционные трасты недвижимости? Мелкие банки? Производство? Предприятия розничной торговли? Компании, которые обслуживали клиентов в офисах, не оказывая услуг через Интернет, вышли из моды. Все они померкли на фоне Новой Экономики.

Миновал 2000 г., наступил 2001-й, а затем и 2002-й, и кометы интернет-бизнеса постепенно прогорели и начали разоряться одна за другой, пока банкротства не приняли массовый характер. Сводный индекс внебиржевого рынка NASDAQ, который включал акции почти всех новых фирм, упал более чем на три четверти, а индекс S&P 500 снизился

примерно вдвое.

Но, как показывает вторая колонка, акции мелких и недооцененных компаний, а также инвестиционных трастов недвижимости, которые не участвовали в вакханалии 1990-х гг., в период 2001–2002 гг. держались очень неплохо, при этом доходность REIT превысила 25 %.

Во время второго спада, показанного в третьей колонке, на сцену вышли медведи иной породы. Крах 2000–2001 гг. был вызван тем, что переоцененные компании, работающие в сфере высоких технологий, на волне чрезмерного энтузиазма остались без денег. Новый кризис начался, когда преисполненные энтузиазма потребители исчерпали кредитные ресурсы. Более того, если в 1990-х гг. рынок рос главным образом за счет акций высокотехнологичных компаний, а также S&P 500 и аналогичного зарубежного индекса по Европе, Австралии и Дальнему Востоку (EAFE), в 2007 г. из-за стремительного роста цен почти во всех странах переоцененными оказались все классы активов. В результате все они резко упали в цене. Если в 2000–2002 гг. отдельные классы активов позволяли защититься от медведей, в 2007–2008 гг. такой возможности уже не было.

Последняя колонка таблицы 2.1 подводит итог сказанному. Хотя ворон, наделенный даром предвидения, предупредил вас о несчастьях, ожидающих рынок в период 1999–2008 гг., это не принесло особой пользы. Восемь классов активов из 12, представленных в таблице 2.1, за этот пе-

риод превзошли безопасные облигации, поэтому в выигрыше оказались обладатели диверсифицированных портфелей, разумно распределившие средства. Если бы вы вняли предостережениям ворона и на 10 лет полностью отказались от акций, вы лишились бы доходов, которые дает хорошо диверсифицированный портфель. Хуже того, теперь вам бы пришлось решать вопрос о том, как выбрать подходящий момент, чтобы снова купить акции.

Стратегия диверсификации, при которой портфельные инвестиции распределяются между разными видами активов, работает, если ориентироваться на годы и десятилетия, и оказывается не слишком эффективной, если счет идет на недели и месяцы.

Кроме того, последняя колонка таблицы 2.1 опровергает расхожее суждение, которое приходится то и дело слышать сегодня: в диверсификации нет ничего хорошего. Действительно, в тот день, когда рынок США падает на 5 %, остальной мир следует за ним, обычно неся еще более крупные убытки, а в тот год, когда S&P 500 падает более чем на 40 %, остальные активы по большей части показывают не лучшие, а порой и худшие результаты.

Однако мудрость при инвестировании приходит с пониманием того, что по-настоящему важна лишь доходность в долгосрочном аспекте. Инвестор, способный зарабатывать 8 % в год, за 30 лет умножит свое состояние в 10 раз, и если у него есть хоть немного мозгов, он не станет переживать из-

за того, что в течение многих дней, а может быть и лет, его портфель несет крупные убытки. Если же неудачные дни или годы заставляют его страдать, ему остается успокаивать себя тем, что за доходы по акциям приходится расплачиваться универсальной валютой финансового риска – спазмами в желудке и бессонными ночами.

История и математика

Представление о краткосрочной и среднесрочной доходности позволяет предусмотрительному инвестору оценить риски владения акциями. В последнее время большое значение придается «черным лебедям» – редким и якобы неожиданным событиям, которые будоражат общество и порождают неразбериху на финансовых рынках. Появление «черных лебедей» в финансовой сфере всегда говорит о том, что участники рынка не знают истории. Никто из тех, кто знаком с событиями 1929–1932 гг., когда стоимость акций упала почти на 90 % (не говоря о событиях на Санкт-Петербургской фондовой бирже после 1914 г.), не был огорошен недавним падением рынка^[8].

И все же исторические данные мало помогают при решении самой важной задачи инвестирования – оценке будущей доходности. Инвестору, который не в состоянии рационально и систематически оценивать ожидаемую доходность, лучше спрятать половину денег под матрас, а остальные сжечь или выбросить в окно. Хорошая новость заключается в том, что оценить будущую доходность не так уж сложно.

Несмотря на это, многие инвесторы – в том числе кое-кто из ученых мужей, – оценивая будущую доходность, отталкиваются в первую очередь от доходности в прошлом. Это ошибка. Вы, возможно, видели таблицу, которая пока-

зывает, какой огромный капитал позволяли сколотить долгосрочные инвестиции в акции крупных и мелких компаний, приносявшие соответственно почти 10 и 12 % в год с конца 1925 г. Вам не удастся получить такие доходы, как не получал их ни один человек за всю финансовую историю, и едва ли кто-то может рассчитывать на такую доходность в будущем. Во-первых, такие доходы являются теоретическими – они не учитывают комиссионные брокеров, спреды бид-аск (разницу между ценой покупки и продажи ценных бумаг) и налоги на прирост капитала и дивиденды. Кроме того, два-три поколения расточительных наследников, сменившихся за этот период, несомненно, промотали бы это богатство. И во-вторых, и это самое главное, мы не можем перенестись в конец 1925 г., когда акции США давали 5 % прибыли.

На самом деле опираться на данные прошлого, оценивая доходность в будущем, чрезвычайно опасно. Еще опаснее заниматься финансовым планированием, отталкиваясь от данных, собранных после 1925 г., – трюк, к которому нередко прибегают исследователи и авторы, пишущие о финансах.

Два ярких примера серьезных просчетов из-за излишнего доверия к историческим данным имели место с облигациями в начале 1980-х и с акциями в конце 1990-х гг. Период после Второй мировой войны во многих отношениях был весьма необычным. Его характерной чертой была постепенно нарастающая инфляция, которая привела к беспрецедентному падению рынка, раздавившему долгосрочные об-

лигации, в то время как процентные ставки росли вместе с гиперинфляцией 1970–1980 гг. Инфляция уничтожает долгосрочные облигации, поскольку погашение основной суммы и текущие платежи производятся по действующему курсу доллара. Если инвестор покупает облигацию с 5 %-ным купоном сроком на 30 лет, а долгосрочная процентная ставка впоследствии повышается до 10 %, стоимость такой облигации падает почти вдвое.

В течение 30 лет – с 1952 по 1981 г. – годовая доходность по долгосрочным казначейским облигациям США составляла всего лишь 2,33 %, тогда как инфляция достигала в среднем 4,31 % в год. Таким образом, те, кто вложил средства в облигации, ежегодно теряли примерно 2 % покупательной способности даже после реинвестирования купонов. При этом акции во время затяжной инфляции дают сравнительно неплохие результаты, поскольку компании могут поднимать цены на свои товары и услуги. В течение того же периода доходность акций S&P 500 составляла 9,89 % в год, превышая инфляцию более чем на 5 %.

Одним словом, в 1981 г. типичный инвестор, вкладывающий средства в облигации, был раздавлен внушающим ужас прошлым, иначе говоря, «представлял себе» их доходность. Инвесторы и финансовые обозреватели окрестили эти ценные бумаги «удостоверениями о конфискации», отпугнув целое поколение покупателей.

И все же любой, кто умел складывать и вычитать, имел пе-

ред глазами следующие выкладки: 30 сентября 1981 г. правительство США продало 20-летние казначейские облигации под 15,78 %, в то время как инфляция за предыдущие пять лет в среднем составляла «всего лишь» 10,11 %. Более того, к этому времени Пол Волкер, один из самых выдающихся руководителей Федеральной резервной системы, принял меры для резкого сокращения денежной массы. В 1981 г. это позволило добиться желаемого результата и снизить уровень инфляции – за следующие пять лет она упала до 3,42 %.

Таким образом, те, кто вкладывал средства в облигации до 1982 г., были разорены. Однако трезвая оценка процентных доходов по облигациям и будущей инфляции подсказывала, что эти ценные бумаги сулят немалую прибыль – не менее 5 %. Эта оценка оказалась вполне обоснованной. В течение 20 лет, начиная с 1982 г., реальная доходность по долгосрочным казначейским облигациям США составляла 8,66 %.

Другим примером того, как опасно чрезмерно пристальное внимание к прошлому, может служить случившееся в конце 1990-х гг., когда курс акций доткомов и высокотехнологичных компаний, а также быстрорастущих компаний с высоким уровнем капитализации, взмыл до небес. За 74 года – с 1926 по 1999 г. – фондовый рынок США приносил инвесторам в среднем 11,35 % без учета инфляции и 8,02 % с учетом. С 1995 по 1999 г. он показывал рекордные результаты – 28,56 % в год. Стоит ли говорить, что владельцы акций

были полны энтузиазма. В 1999 г. все повторяли, как мантру: «Каждый цент, не вложенный в акции, приносит убытки», а один из вышедших в тот год бестселлеров, посвященных личным финансам, назывался «Индекс Доу – Джонса на отметке 36 000» (Dow 36,000). Но, увы, дело обернулось совсем иначе².

Как в таком случае трезво оценить будущие доходы? Прежде всего, давайте признаем очевидное: нам не под силу точно предсказать будущее без магического кристалла. Максимум того, на что мы способны, – это определить то, что финансовые экономисты называют «ожидаемой доходностью».

Поскольку это одно из самых важных понятий в финансовом деле, попробуем разобраться, что оно означает. Представьте себе стол для игры в рулетку в одном из игорных домов Монте-Карло с 37 ячейками, обозначенными числами от 0 до 36 (в Америке есть 38-я ячейка, 00). Если вы ставите на одно число, выплата составляет 35 к 1, а ваши шансы на выигрыш – 1 к 37. В среднем вы теряете 5,3 цента на каждый поставленный доллар $(\frac{35}{37} \text{ минус } 1)$. Это *ожидаемая доходность* на отдельную ставку, а также на полную сумму, которую вы поставили в течение любого отрезка времени. Разумеется, однажды вам может улыбнуться удача и вы зара-

² Баллотировавшись в президенты в 2008 г., Джон Маккейн пробудил недоверие в финансовых кругах, назначив одного из авторов этой книги консультантом по экономическим вопросам.

ботаете кучу денег, а в другой раз счастье отвернется от вас, и вы будете проигрывать ставку за ставкой и потеряете больше 5,3 %. Это *реализованная доходность*. Таким образом, ожидаемая доходность – это наиболее вероятное предположение о том, какой будет средняя реализованная доходность за один вечер.

Акции и облигации – та же рулетка, однако их владелец почти всегда оказывается в выигрыше. Если бы это было не так, никто не стал бы вкладывать в них деньги. Разница в том, что в данном случае инвестор играет на стороне казино. Он не знает, чем наградит его госпожа Удача, но он может достаточно точно предсказать свой выигрыш, особенно если речь идет о периодах продолжительностью не менее двух десятков лет.

Каким образом? Начнем с облигаций. В начале 2009 г. казначейские облигации США давали всего 2 % прибыли. Поскольку правительство может напечатать денег, чтобы выполнить свои обязательства по облигациям, нам были гарантированы как процентные платежи, так и погашение основной суммы, и в итоге ожидаемая доходность на данном этапе составляла... 2 %. (Ценные бумаги Казначейства США со сроком погашения не более 1 года называются краткосрочными казначейскими векселями, со сроком от 1 года до 10 лет – среднесрочными казначейскими облигациями, а со сроком погашения более 10 лет – долгосрочными казначейскими облигациями. Купонные платежи по среднесрочным и

долгосрочным облигациям производятся каждые шесть месяцев. С векселями дело обстоит иначе – они продаются с дисконтом по отношению к номинальной стоимости и выкупаются по номиналу, данная разница и представляет собой доход.)

Удивительно, что в начале 2009 г. доходность десятилетних облигаций, выпускаемых самыми надежными американскими компаниями, составляла около 7 %. Если бы все эти компании выжили, ожидаемая доходность от портфеля таких облигаций за следующие 10 лет тоже составляла бы 7 %. К сожалению, компании, включая те, что имеют самую солидную репутацию, время от времени разоряются и не выполняют свои обязательства, и поэтому фактическая доходность будет меньше 7 %.

Насколько меньше – зависит от того, какое количество компаний разорится. Если в год разоряется более 5 % компаний, инвестор получит более высокую прибыль от 10-летних казначейских облигаций. По оценкам большинства экспертов, число банкротств компаний с высоким рейтингом не превышает 1 % в год, но в нынешних условиях лучше перестраховаться и считать, что эта доля составляет 2 %. В этом случае ожидаемая доходность от корпоративных облигаций США с высоким рейтингом составит 5 % (разница между 7 %-ным купоном и долей банкротств, составляющей 2 %).

В таблице 2.2 представлен полный спектр возможных результатов. Как отмечалось выше, инвесторы получают больше

прибыли, вложив средства в казначейские облигации, лишь если доля банкротств достигает 5 % в год. Какова вероятность того, что ежегодно в течение 10 лет одна из 20 самых надежных американских компаний будет разоряться? При наихудшем варианте развития событий подобное возможно в течение ближайших года-двух, но 10 лет непрерывных банкротств такими темпами стали бы куда более серьезным бедствием, чем Великая депрессия.

Далее, представьте себе, что при убытках, равных 4 % в год, наша доходность в конечном итоге составляет 3 %. Хотя это на 1 % больше, чем дают казначейские облигации, едва ли это осчастливит нас, поскольку этой скромной разницы недостаточно, чтобы компенсировать риск, который причинял нам столько страданий, вызывая спазмы в желудке. При убытках, равных 3 %, корпоративные облигации дают доходность в 4 %, которой, скорее всего, будет достаточно, чтобы компенсировать дополнительный риск. Если вы получили больше, считайте, что вам повезло.

Таблица 2.2. Гипотетический пример премии за риск по корпоративным облигациям

Доходность корпоративных облигаций	Процент убытков (банкротства/неплатежи)	Фактическая доходность от корпоративных облигаций	Доходность от среднесрочных казначейских облигаций	Настроение инвестора, вложившего средства в корпоративные облигации
7%	0	7%	2%	Вне себя от счастья
7%	1	6%	2%	Очень доволен
7%	2	5%	2%	Доволен
7%	3	4%	2%	Не очень доволен: премия за риск 2% [4% доходности минус 2% доходности по среднесрочным казначейским облигациям] едва компенсирует дополнительный риск
7%	4	3%	2%	Недоволен: премия за риск 1% не компенсирует дополнительный риск
7%	5	2%	2%	Страшно недоволен
7%	6	1%	2%	В отчаянии
7%	7	0%	2%	Готов убить брокера

Подобным образом в конце 2008 г. так называемые мусорные облигации – высокодоходные облигации менее надежных компаний – приносили 22,5 %, превосходя казначейские облигации более чем на 20 %. Такой разрыв меж-

ду первыми и вторыми не имеет прецедентов в истории. Он означает, что 20 % этих компаний будет разоряться каждый год, что уменьшит их среднюю доходность по сравнению с доходностью по казначейским облигациям с таким же сроком погашения. Через 10 лет из них уцелеет лишь каждая десятая.

Насколько же высока вероятность разорения? Очень низка, но не равна нулю. Опять-таки мусорные облигации должны превосходить казначейские по размеру премии, чтобы у инвесторов был стимул брать на себя столь высокий риск. Если требуемый размер премии составляет 5 %, то в конце 2008 г. такое приобретение имело бы смысл при условии, что в год разоряется до 15 % компаний. (Приведенный пример предполагает, что инвестор владеет множеством таких облигаций или взаимным фондом, инвестирующим средства в данный класс активов. Если же число облигаций, принадлежащих инвестору, невелико, неудачный выбор может привести к тому, что все все они пропадут в течение пяти лет.)

Подведем итог сказанному: фактическая доля банкротств компаний с высоким рейтингом может составлять примерно 2 % в год, что позволяет ожидаемой доходности от корпоративных облигаций оставаться на уровне 5 %. Если темпы инфляции в долгосрочной перспективе равны примерно 3 %, их доходность с поправкой на инфляцию будет составлять около 2 %. В конце 2008 г. премия за риск по мусорным облигациям (доходность выше 2 % по среднесрочным

казначейским облигациям) могла достигать 10 % в год, таким образом, их номинальная доходность составляла 12 %, а доходность с поправкой на инфляцию – 9 %. Доход по мусорным облигациям и облигациям с высоким рейтингом, о которых шла речь выше, – это вознаграждение за риск, связанный с тем, что процент банкротств может оказаться гораздо выше ожидаемого.

Следует еще раз повторить, что инвестор оценивает ожидаемую доходность облигаций, вычитая процент банкротств из процентного купона.

Взаимосвязь доходности и риска – самая важная концепция в этой книге. Даже если 10-летние корпоративные облигации приносят 7 %, что при условии ежегодного разорения 5 % компаний даст нам те же 2 % доходности, что и казначейские облигации, эти результаты не равноценны. Более того, они не идут ни в какое сравнение: корпоративные облигации лишают инвестора сна и аппетита, тогда как держатели казначейских облигаций спят как младенцы. Владельцам корпоративных облигаций необходима премия за риск, которая компенсирует им бессонные ночи и несварение желудка. Отсюда следует: чем больше риск, тем выше должна быть премия за риск.

Обещание высоких прибылей при низком риске – вернейший признак мошенничества. Метод работы Бернарда Мэдоффа представлял собой вариацию на эту тему: скромные доходы в отсутствие риска. Впрочем, это было не единствен-

ной приметой обмана. Любые инвестиции в ценные бумаги включают три этапа: консультирование, брокерские операции и управление пакетом ценных бумаг. Они очевидным образом присутствуют в любой правильно организованной честной инвестиционной деятельности. Однако весь процесс под руководством Мэдоффа осуществлялся за плотно закрытыми дверями.

Данный тезис о риске и доходности так важен, что я повторю его еще раз. Инвестор не может получать высокие доходы, не неся время от времени крупные убытки. Если инвестор желает безопасности, он обречен на низкие доходы.

Удивительное уравнение Гордона

Тот же подход используется и при оценке ожидаемой доходности на акции, но в этом случае мы учитываем изначально-ный дивидендный доход, а затем прибавляем к нему темпы роста дивидендов.

Представьте себе, что акции некой компании продаются по \$100 и дают \$3 дивидендов, что составляет 3 % от курсовой стоимости акции. Эти \$3 – деньги в кармане инвестора, он может реинвестировать их в акции той же компании или любой другой финансовый актив, потратить их на продукты или новый BMW.

Предположим, что на следующий год компания расширила свой бизнес на 4 % и дивиденды выросли с \$3 до \$3,12 на акцию. Поскольку рынок оценивает курс акции с учетом дивидендов и последние увеличились на 4 %, курс акции в идеальном мире тоже вырастет на 4 % – до \$104. Таким образом, мы получим доход в 7 % – 3 % за счет дивидендов плюс 4 % за счет повышения курса акции.

То же самое относится и к фондовому рынку в целом. В начале 2009 г. рынок США давал 3 % дивидендов. Каковы были темпы их роста? По этому вопросу специалисты по финансовой истории располагают очень хорошими долгосрочными данными. На рис. 2.1 показаны дивиденды по акциям S&P 500 с 1871 г. Обратите внимание, что примерно до

1940 г. они росли очень медленно, а затем стали увеличиваться куда быстрее.

Повышение темпов роста дивидендов после 1940 г. – это иллюзия, поскольку по большей части увеличение показателей объясняется ростом инфляции; более пологий скат кривой до 1940 г. лучше отражает подлинные темпы роста. Если выразить размер дивидендов за эти годы в долларах по курсу 2008 г., картина станет более точной, что показано на рис. 2.2. Дивиденды на фондовом рынке США с поправкой на инфляцию увеличиваются довольно неравномерными темпами, которые в среднем составляют 1,32 % в год.



Рис. 2.1. США — номинальные дивиденды на акцию

Источник: http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls

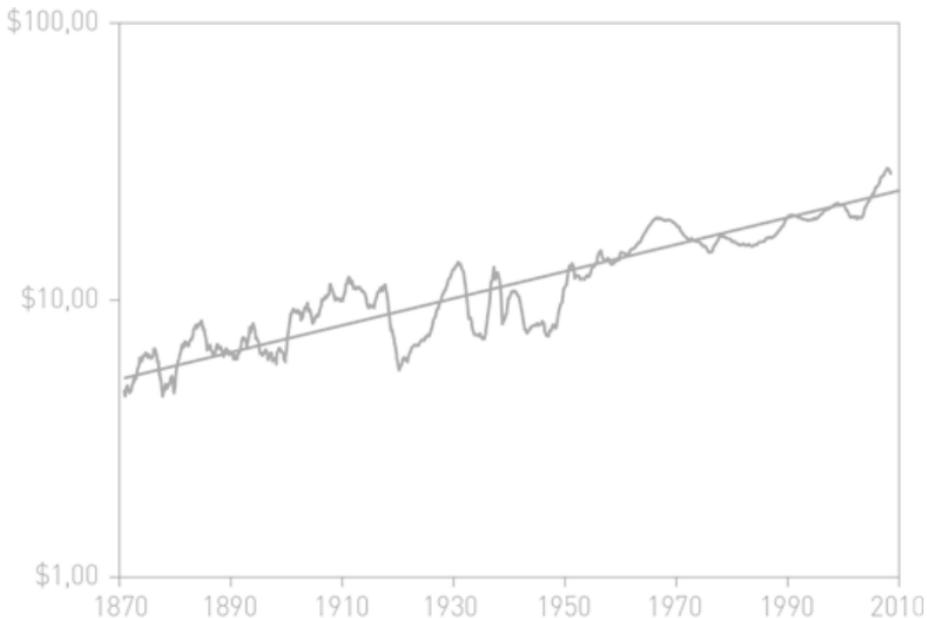


Рис. 2.2. США — номинальные дивиденды на акцию с поправкой на инфляцию, в долларах по курсу 2008 г.

Источник: http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls

Это иллюстрирует еще одно важное правило: *всегда учитывать фактор инфляции, иначе говоря, оперировать цифрами в «реальном» выражении*. Это избавит от необходимости вносить поправку на влияние долгосрочной инфляции задним числом. Представление о реальной доходности помогает инвестору мыслить более четко и не обращать внимания на громогласные рассуждения о том, что инфляция «разрушает богатство».

Темпы роста экономики США составляют около 3 % в год

в реальном выражении, и *совокупные* прибыли корпораций в долгосрочном аспекте растут вместе с ней примерно теми же темпами. Почему же дивиденды *на акцию* растут всего лишь на 1 % с небольшим, а не на 3 %, как экономика в целом? Потому что компании, как и люди, рождаются, живут и умирают и им на смену приходят новые компании. Инвестиционные банки продают акции новых компаний, при первичном публичном размещении (ИРО), и эти новые акции размывают существующий пул активов в среднем на 2 % в год. Поэтому, хотя прибыли растут на 3 % в год, ежегодный рост числа акций на 2 % приводит к тому, что дивиденды *на акцию* увеличиваются лишь на 1 % с небольшим. И хотя компании скупают собственные акции для поддержания их рыночной цены, размывание на 2 % учитывает такой обратный выкуп^[9].

Брокерские фирмы и взаимные фонды часто рекламируют акции компаний на таких развивающихся рынках, как Бразилия, Россия, Индия и Китай (так называемые страны БРИК), поскольку их экономика развивается стремительными темпами. Но будьте осторожны: размывание акционерного капитала, а нередко и неприкрытое воровство из-за недостаточной правовой защиты сводит на нет значительную часть этого роста, когда речь заходит о дивидендах на акцию. К примеру, китайская экономика растет стремительными темпами вот уже более 20 лет – в реальном выражении они составляют 9 % в год. Но несмотря на это в период 1993–

2008 г. инвесторы теряли на китайских акциях 3,3 % в год, даже реинвестируя дивиденды. Не удивляйтесь, это действительно так. На протяжении этих 16 лет китайские акции потеряли 41,5 % стоимости, не считая дополнительных издержек, которые несли инвесторы^[10]. (Потери 3,3 % в год без поправки на инфляцию выливаются в 5,7 % в год с учетом инфляции.)

Не доверяйте историческим данным – особенно данным за последнее время – при прогнозировании ожидаемой доходности акций и облигаций. Ориентируйтесь на ставки процента, дивидендные выплаты, соотношение темпов роста дивидендов и процента банкротств.

Таблица 2.3 показывает, что то же самое, хотя и в меньшей степени, относится к «восточноазиатским тиграм» – Индонезии, Корее, Малайзии, Сингапуру, Тайваню и Таиланду: доходность от акций здесь ниже, чем в США, где экономика растет не столь быстрыми темпами.

Таблица 2.3. Хорошая экономика, плохие акции

Страна	Реальный рост ВВП в годовом исчислении, 1988–2008 гг.	Номинальная доходность фондового рынка в годовом исчислении, 1988–2008 гг.
Китай	9,61%	-3,31%*
Индонезия	4,78%	8,16%
Корея	5,59%	4,87%
Малайзия	6,52%	6,48%
Сингапур	6,67%	7,44%
Тайвань	5,39%	3,75%
Таиланд	5,38%	4,41%
США	2,77%	8,80%

* Доходность акций, 1993–2008 гг.

Источник: Morgan Stanley Capital Indexes, International Monetary Fund.

Теперь мы, наконец, можем оценить реальную ожидаемую доходность акций. Как мы уже видели на примере S&P 500, для этого нужно просто прибавить к текущей доходности данного индекса, которая составляет около 2,5 %, реальные темпы роста дивидендов, равные 1,32 %, что в сумме даст реальную ожидаемую доходность в размере чуть менее 4 %. Эти несложные расчеты – сложение дивидендного дохода и темпов роста дивидендов – называются уравнением Гордона, которое еще не раз появится на страницах данной книги.

Ожидаемая доходность = Дивидендный доход + Темпы

роста дивидендов.

Было бы неплохо, если бы дивиденды росли более равномерно, и еще лучше, если бы акции сохраняли стабильный курс, с тем чтобы постоянно приносить 2,5 % дивидендов, т. е. их продажная цена была бы ровно в 40 раз больше суммы дивидендов. К сожалению, рынок работает не так четко. На протяжении XX в. курс акций то падал – в 1932 г. он превосходил дивиденды всего в семь раз, то поднимался – в 2000 г. он оказался в 90 раз больше дивидендов. Однако в долгосрочном аспекте данные колебания нивелируются и метод расчета, предложенный выше, работает достаточно эффективно.

Немного математики: модель дисконтирования дивидендов

Самой заметной фигурой среди первых американских экономистов был Ирвинг Фишер, окончивший Йельский университет, где одним из его наставников был великий физик Уиллард Гиббс. К сожалению, Фишер прославился прежде всего своим неудачным высказыванием – в 1929 г. его угораздило заявить: «Похоже, цена акций вышла на перманентно высокий уровень».

Это очень досадно, поскольку одним из его многочисленных достижений был базовый математический метод оценки стоимости *любого*

капиталовложения или имущества – будь то финансовые активы, физические активы, предметы искусства или духовные ценности. Главное его озарение состояло в том, что рыночная цена – это лишь бледное отражение подлинной сделки – удовольствия или потока доходов, который принесет тот или иной актив со временем, с учетом соответствующей ставки процента, которая показывает, до какой степени вырастут составляющие этого дохода в будущем^[11].

Если речь идет о том, что потребляется немедленно, например об ужине, ответ очевиден. Вы не станете платить за еду ни \$5, ни \$25, ни \$125, если она не насытит вас и не доставит вам удовольствия.

А теперь представьте, что кто-то предлагает вам купить блюдо из меню, которое стоит \$25, с условием, что съесть его вы сможете лишь через десять лет. Сколько вы готовы заплатить за него *сегодня*, зная, что вам придется ждать десять лет? Разумеется, гораздо меньше \$25. Предположим, вы решили, что приемлемая цена равна \$5. Если мы введем эти цифры в финансовый калькулятор, он покажет, что ставка процента в этом случае составляет 17,46 %. Такова ваша персональная ставка процента за еду в ресторане. Можно подойти к делу немного иначе: если исходить из того, что ставка процента равна 15 % в год, сумма, которую вы заплатите за предложенную еду сегодня, составит \$6,18.

Основная мысль заключается в том, что удовольствие, которое можно получить немедленно,

почти всегда стоит дороже, чем то, которое ожидает вас в будущем. Фишер изящно определил это как «нетерпение» в отношении того или иного объекта, что фактически является синонимом ставки процента. Изредка процентная ставка бывает отрицательной. Например, вы считаете, что через 10 лет в стране, скорее всего, начнется война или голод. В такой ситуации вы наверняка согласитесь уплатить премию за пищу, которую сможете съесть через 10 лет. Самый известный пример отрицательной ставки процента – драгоценности, которые скупают те, кто скрывается от преследований или правосудия. Хотя их легко возить с собой, но, как правило, в дальнейшем беглец вынужден продавать их в убыток, чтобы оплатить свое спасение. Если же принять во внимание затраты на хранение и страховку, владение золотом или драгоценностями становится еще менее привлекательным. Однако, когда речь идет про деньги, процентные ставки не бывают отрицательными, поскольку вы непременно получите хотя бы нулевую прибыль, спрятав их под матрас.

Люди испытывают разную степень нетерпения (оно же – процентная ставка) в отношении разных объектов. При этом ставка для того или иного объекта зависит и от личных обстоятельств: состоятельный человек готов потратить сегодня на еду, которая станет доступной через 10 лет, гораздо больше, чем бедняк. На нетерпение (или ставку процента) влияет и характер – прожигатели жизни расточительны по натуре и испытывают сильнейшее нетерпение, тогда как

бережливым людям это не свойственно.

Таким образом, стоимость акции или облигации – это поток доходов, которые она обеспечит в будущем (а в случае облигации – еще и основная сумма на дату погашения), дисконтированная по соответствующей ставке процента.

Возьмем акцию с дивидендами в \$3, которые, по нашим предположениям, должны расти на 6 % в год. Предположим, что нетерпение инвесторов по отношению к этим деньгам в совокупности составляет 9 % в год. Тогда стоимость ее будущих дивидендов P равна:

$$\sum_{n=1}^{\infty} (\$3 \times 1,06^n) / (1,09)^n = P.$$

Или в более общем виде:

$$\sum_{n=1}^{\infty} D(1 + g^n) / (1 + r)^n = P,$$

где D – дивиденды за последний год, g – темпы роста дивидендов, r – ожидаемая доходность и P – цена.

С помощью интегральных преобразований приведем это уравнение к виду

$$P=D/(r-g),$$

что можно преобразовать к следующей форме:

$$r=D/P+g,$$

которая и называется уравнением Гордона:

**Доходность = Дивидендная
доходность + Рост.**

Обратите внимание, что мы двигались от конца к началу: выбрав в качестве зависимой переменной цену, а в качестве независимой – доходность, мы определили, чему равна доходность. Мы действовали так потому, что, если выбрать в качестве независимой переменной цену, вы можете поддасться соблазну завязать коэффициент дисконтирования/доходность для активов с повышенным риском.

Что, если дивидендная доходность меняется со временем? К примеру, за период с 1926 по 1999 г. дивиденды по акциям S&P 500 снизились с 5 до 1,1 %. Такое снижение привело к росту цены на 2,1 % в год. И наоборот, рост дивидендов влечет за собой падение цены.

Если бы в 1926 г. кто-нибудь знал, что подобное произойдет в течение ближайших 73 лет и что реальные

темпы роста дивидендов составляют 1,3 % в год, он мог бы подсчитать, что реальная доходность за этот период составит:

$$5 \% + 1,3 \% + 2,1 \% = 8,4 \%$$

Или в более общем виде:

Ожидаемая реальная доходность = Доходность + Реальный темп роста + Изменение стоимости в годовом исчислении.

На самом деле реальная доходность по акциям S&P 500 за этот период был равен 8,0 %. Не так уж плохо.

Это вносит полезную поправку к ожидаемому уровню доходности, рассчитанному с помощью уравнения Гордона. Десять лет назад председатель правления одной из крупнейших в мире инвестиционных компаний Vanguard Group Джон Богл любил подчеркивать, что такой низкий дивидендный доход, по всей вероятности, «вернется к среднему», т. е. к более традиционному, уровню в диапазоне 3–4 %. Это означало, что ожидаемая реальная доходность будет отрицательной, и такой прогноз оказался на редкость прозорливым.

Что происходит теперь? Многие обозреватели считают, что большая часть классов активов оценивается справедливо, а некоторые из них, в частности европейские акции и инвестиционные трасты недвижимости, явно недооценены. Если эти обозреватели правы и цены возвращаются к среднему,

доходность будет даже выше результатов, полученных с помощью уравнения Гордона.

Напомню, что ожидаемая доходность, равная 4 %, которую мы только что вычислили для акций, представляет собой *реальную доходность*. Это означает, что стоимость портфеля с поправкой на инфляцию – его фактическая покупательная способность – должна в среднем удваиваться каждые 18 лет³.

В настоящее время прибыль на многих зарубежных фондовых рынках составляет около 5 %. Даже если реальные доходы на акцию не растут, в перспективе ожидаемая реальная доходность должна оказаться вполне приемлемой за счет 5 % дивидендов.

Подобным образом акции REIT, которые владеют и управляют торговыми центрами, многоквартирными домами и иной коммерческой недвижимостью, в начале 2009 г. давали доходность около 10 %. По закону США такие компании должны распределять не менее 90 % своих прибылей в качестве дивидендов держателям акций, чем объясняются очень высокие дивиденды.

После выплаты почти всей прибыли держателям акций у инвестиционных трастов недвижимости остается очень мало

³ Простой способ приближенной оценки срока, в течение которого величина инвестированного капитала увеличится вдвое, – это применение так называемого «правила 72», открытого примерно в XV в. Разделите 72 на реальные темпы роста доходности в 4 % и вы получите: $72/4 = 18$ лет, что очень близко к точному результату – 17,67 года.

капитала для покупки новой недвижимости или улучшения той, что находится у них в собственности. Власти поставили их перед неприятным выбором: либо привлекать заемный капитал за счет банковских ссуд и выпуска облигаций, либо не расти. Первый вариант может обеспечить рост, но является весьма рискованным, поскольку крупные банковские ссуды и обязательства перед держателями облигаций повышают уязвимость трастов в случае кредитного кризиса, поэтому многие из них пострадали в 2007–2008 гг.

Так что в начале 2009 г. самая высокая реальная доходность, на которую могли рассчитывать те, кто вкладывал средства в REIT, составляла 10 %; если в течение ближайших нескольких лет основные показатели снизятся или если они будут расти медленнее, чем в прошлом, доходность может уменьшиться. (В то время, когда пишутся эти строки, дивидендные выплаты трастов недвижимости стремительно падают, и их будущая доходность во многом определяется тем, в какой степени они смогут восстановиться.)

Подытожим выводы, сделанные в первой части настоящей главы.

- В прошлом, вкладывая средства в безопасные активы, инвесторы могли рассчитывать только на низкие доходы. В настоящее время это правило в полной мере относится к краткосрочным казначейским векселям США, прибыль по которым близка к нулю.
- Чтобы получать более высокие доходы, инвесторам при-

ходится рисковать – это позволяет им рассчитывать на премию за риск.

- Чтобы рассчитать ожидаемую доходность от облигаций, нужно вычесть из купонной доходности ежегодный процент убытков из-за банкротств и неплатежей.

- С помощью уравнения Гордона инвесторы могут оценить размеры будущей доходности акций – для этого нужно сложить дивидендный доход и темпы роста дивидендов.

Как отмечалось выше, уравнение Гордона нередко говорит совсем об ином, нежели исторические данные о доходах. Посмотрите, к примеру, на таблицу 2.1, которая показывает, что за последние 10 лет среднесрочные казначейские облигации фактически давали более высокий доход, чем корпоративные облигации. Однако, как было показано выше, скорее всего, в перспективе нас ожидает прямо противоположная ситуация. Подобным образом в течение последних 10 лет инвестиционные трасты недвижимости, компании S&P 500 и акции крупных зарубежных компаний давали низкие или отрицательные доходы, тогда как уравнение Гордона говорит, что в будущем для них наступят лучшие дни.

Финансовая история очевидным образом свидетельствует: *расчет ожидаемой доходности с помощью уравнения Гордона позволяет сделать более достоверный прогноз, чем исторические данные, какой бы длительный период они ни охватывали.* Доходность удваивается, когда рынки охваче-

ны эйфорией, подобной буму в конце 1990-х гг., или падают во время паники, как случилось в 2008–2009 гг. Если один из главных секретов в жизни состоит в том, чтобы сохранять самообладание, когда все вокруг теряют голову, уравнение Гордона может сослужить вам добрую службу.

Теперь у нас появились еще более веские доводы, которые помогли бы ответить на вопрос моего друга, заданный в 2000 г. Инвесторы, покупавшие акции в тот год, явно действовали неразумно. Тогда они уделяли слишком много внимания историческим данным и слишком мало – уравнению Гордона, которое говорило о том, что реальная доходность акций на тот момент составляет всего лишь 2,4 % (1,1 % дивидендов плюс темпы роста дивидендов, равные 1,3 %). Кроме того, они забыли, а может быть, просто не знали, что история на всем своем протяжении со времен венецианских *prestiti* изобилует примерами катастрофических убытков, которые несли владельцы самых разных активов, о чем напоминают и биржевой крах 1929 г., и убыточный рынок облигаций в 1952–1981 гг.

К тому же они были не в состоянии соотнести риск и доходность. 2,4 % ожидаемой реальной доходности по уравнению Гордона в 2000 г. было слишком мало, чтобы компенсировать язву желудка и ночные кошмары, которые мучили держателей акций. Дальше так продолжаться не могло. Курс акций должен был упасть, что позволило бы дивидендному доходу подняться на достаточно высокий уровень, что-

бы компенсировать разумным инвесторам реальные риски владения акциями.

В результате так и случилось. В настоящее время уравнение Гордона говорит о том, что через десяток лет доходность акций и корпоративных облигаций повысится: реальная доходность акций, вероятно, будет составлять 4–8 %, а облигаций – 2 %. Я считаю, что эти показатели достаточно высоки, чтобы компенсировать риски владения этими активами.

Дом, милый дом?

Сделаем небольшую передышку и задумаемся о том, что составляет львиную долю чистых активов многих из нас, – о своем доме. Какое место он занимает в инвестиционном портфеле? Можно ли рассматривать его как капиталовложение?

Вне всяких сомнений, дом не является капиталовложением по одной простой причине. Вам нужно где-то жить, и это заставляет вас купить или арендовать дом или квартиру. Не забывайте, капиталовложение означает, что вы откладываете потребление в настоящем ради потребления в будущем, если же речь идет о потреблении в настоящем – это жильё. Кроме того, если вы платите за жильё наличные, вы тратите капитал, который могли бы вложить во что-то другое.

Но хотя дом и не является капиталовложением, уравнение Гордона может помочь принять решение – купить жильё или взять его в аренду. Каким образом? Как и акции, дом или кондоминиум со временем растет в цене. Насколько? Самые достоверные данные о ценах на недвижимость говорят о том, что их рост с поправкой на инфляцию близок к нулю.

Этот вывод опирается на исторические данные по трем странам. Реальные цены на недвижимость в США практически не выросли с 1890 по 1990 г., тогда как в Норвегии рост цен, который наблюдался после 1819 г., составлял все-

го 1,3 % в год. Экономистам даже удалось собрать данные о динамике цен на недвижимость в фешенебельном районе Амстердама – на набережных канала Херенграхт – с начала XVII в. Они показывают, что реальные цены с учетом инфляции не повышались на протяжении почти 400 лет, а ведь речь идет об одном из самых престижных районов в мире^[12].

Таким образом, максимальный прирост цены, на который вы можете рассчитывать в лучшем случае, составляет 1 % в год. Что ж, казалось бы, не так уж плохо. Далее, как и в случае с акциями, следует оценить дивиденды. Эквивалентом дивидендов для жилого дома является так называемая «условно начисленная арендная плата». Этот загадочный, но важный термин означает, что ваш дом ежемесячно «платит вам за аренду». Иными словами, не важно, владеете вы собственным жильем или арендуете его у кого-то другого. Если вы владеете домом сами, вы вкладываете в него средства, которые могли бы с прибылью инвестировать во что-то другое, и условно начисленная арендная плата или использование дома – это вознаграждение за данные инвестиции. В то же время, если у вас есть возможность купить дом, но вы принимаете решение снимать жилье, у вас остается свободный капитал для приобретения других активов, например акций и облигаций, которые будут приносить доход.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.

Комментарии

1.

Ip, Greg, «The Bull Market May Be on the Ropes, But the Bull Mentality Acts Like a Champ», Wall Street Journal (Sept. 14, 1998).

2.

Sidney Homer and Richard Sylla, A History of Interest Rates (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005), 17–54.

3.

Roger G. Ibbotson and Gary R Brinson, Global Investing: The Professionals Guide to the World Capital Markets (New York: McGraw-Hill, 1993), 149.

4.

Homer and Sylla, 119.

5.

John Julius Norwich, A History of Venice (New York: Alfred A. Knopf, 1982), 243–256.

6.

James Grant, «Is the Medicine Worse Than the Illness?» Wall Street Journal (December 20, 2008).

7.

Хороший обзор на эту тему содержится в книге Elroy Dimson et al., *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns* (Princeton NJ: Princeton University Press, 2002).

8.

Nicholas Nassim Taleb, *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable* (New York: Random House, 2007).

9.

William J. Bernstein and Robert D. Arnott, «The Two-Percent Dilution», *Financial Analysts Journal* 59, no. 5 (September-October 2003): 47–55.

10.

Данные с сайта msci.com.

11.

Irving Fisher, *The Theory of Interest* (New York: Macmillan, 1930), and John B. Williams, *The Theory of Investment Value* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 1938). Принято считать, что модель дисконтирования дивидендов разработана Уильямсом, но, хотя последний действительно занимался ее математической проработкой, ее основные принципы, безусловно, сформулировал Фишер.

12.

Robert J. Shiller, «Long-Term Perspectives on the Current Boom in Home Prices», *Economists' Voice* 3, no. 4 (2006): 1–11.