



Ричард Ферри

**TRADERNET**  
библиотека инвестора

# ВСЁ О РАСПРЕДЕЛЕНИИ АКТИВОВ

## ЛЕГКИЙ СПОСОБ НАЧАТЬ СВОЙ ПУТЬ

- Создайте эффективную стратегию распределения активов
- Диверсифицируйте портфель, инвестируя в акции, облигации, недвижимость и другие классы активов
- Изменяйте распределение и фиксируйте прибыль

«Эта книга перевернет ваше представление о том, как на самом деле связаны риск и доход на фондовом рынке».

*Марат Казакбаев,  
управляющий активами, NETTRADER.ru*

**Эту книгу хорошо дополняют:**

**Уильям Бернстайн**

[Разумное распределение активов](#)

**Владимир Савенок**

[Миллион для моей дочери](#)

## **Другие книги из серии «Всё о ...»**

**Эсме Фаербер**

[Всё об акциях, 3-е изд.](#)

**Эсме Фаербер**

[Всё об инвестировании](#)

**Майкл Синсиэр**

[Всё об индикаторах рынка](#)

**Дэвид Браун, Кассандра Бентли**

[Всё о стратегиях инвестирования на фондовом рынке](#)

**Richard Ferri**

# **All About Asset Allocation**

**The Easy Way to Get Started**

Second edition

**McGraw-Hill, 2002**

New York Chicago San Francisco Lisbon London  
Madrid Mexico City Milan New Delhi San Juan  
Seoul Singapore Sydney Toronto

**Ричард Ферри**

# **Всё о распределении активов**

**Легкий способ начать свой путь**

Перевод с английского Леонида Веригина

Издательство «Манн, Иванов и Фербер»

Москва, 2014

# Информация от издательства

Издано с разрешения McGraw-Hill Companies, Inc.  
На русском языке публикуется впервые

## **Ферри, Р.**

Всё о распределении активов / Ричард Ферри; пер. с англ. Леонида Веригина. — М. : Манн, Иванов и Фербер, 2014. — (Большая библиотека инвестора).

ISBN 978-5-91657-736-5

Эта книга — о том, как воплотить в жизнь эффективную стратегию распределения активов: диверсифицировать свои инвестиции с помощью акций, облигаций, вложений в недвижимость и других ценных бумаг, своевременно изменить распределение активов и зафиксировать прибыль.

Издание содержит разумные и практические рекомендации от автора, который не только знает, какую огромную роль играет распределение активов в обеспечении успешности инвестиций в целом, но и, что гораздо важнее, работает с реальными людьми.

Все права защищены. Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав.

Правовую поддержку издательства обеспечивает юридическая фирма «Вегас-Лекс»

© McGraw-Hill Companies, Inc., 2010. Все права защищены.

© Перевод на русский язык, издание на русском языке, оформление. ООО «Манн, Иванов и Фербер», 2014

# Предисловие от партнера издания

Автор посвятил книгу своим любимым родителям, и, судя по всему, он действительно смог получить от них полезный и ценный опыт в области распределения активов. Надеяться исключительно на себя и не полагаться на авось — в этом залог успеха. Именно поэтому основным посылом автора к читателю является желание научить так управлять своими финансами, чтобы не только обеспечить свою старость, но и внукам кое-что оставить.

Главная мысль, вокруг которой строится повествование: «Не надо складывать все яйца в одну корзину». Как показывает практика, это просто и очевидно лишь в теории, на деле же возникает куча соблазнов вроде советов неких аналитиков, которые прогнозируют 50%-ный рост стоимости акции или же банальное фактическое движение котировок на графике вверх. В книге Ричарда Ферри «Все о распределении активов» весьма подробно расписаны примеры нерациональных и чересчур эмоциональных действий инвесторов, которые в кризисные времена не раз приводили к печальным последствиям, вплоть до полнейшего разорения. Такого рода неожиданности и откровенные разговоры на страницах книги встречаются довольно часто и раскрывают глаза на многое. На какое-то время читатель оказывается по ту сторону баррикад и наблюдает как бы изнутри, как ведет себя рынок и весь финансовый мир, и это, пожалуй, самое яркое впечатление от прочитанного. Нечасто можно встретить произведение, когда и его автор, и читатель говорят на одном языке, прекрасно понимая друг друга.

Инвесторов могут смущать разные непонятные слова, например: ФРС США, хедж-фонды, трейдерис, кумулятивный доход и т. п. Ричард Ферри нам доказывает, насколько все на самом деле просто. Легко и доходчиво он объясняет замысловатые финансовые термины, разжевывает каждое определение, оставляя ощущение ясности и заставляя спрашивать себя: «Как ты мог жить без этого? Это же очевидно, вот так это функционирует, а вот так на этом можно заработать...» Автор беспристрастно демонстрирует и разъясняет все нюансы любого вида инвестирования, вплоть до коллекционирования

предметов старины, — и в этом чувствуется объективность его суждений.

Моя работа предполагает частые встречи с инвесторами — молодыми и пожилыми, состоятельными и еще не достигшими высокого уровня достатка людьми. Однако лишь некоторые из них могут отдавать себе отчет, как на самом деле связаны риск и доходность на фондовом рынке. Книга Ричарда Ферри «Всё о распределении активов» способна перевернуть представление читателя об этом. И тогда «хаотичная торговля», «ловля падающих ножей» и бесконечные «сделки внутри дня», возможно, потеряют свою привлекательность, а во главу угла встанет четкий и стабильный, нацеленный на будущее инвестиционный план. Всем рекомендую к прочтению.

*Марат Казакбаев,*  
управляющий активами  
компании NETTRADER.ru



# Предисловие

Осенью 1929 г. у Альфреда Каулза III возникла проблема — обычная для того времени, но довольно большая. Обычная потому, что, подобно многим американцам, он испытал серьезное потрясение в результате недавнего краха фондового рынка. А большая потому, что он был не только наследником всего состояния *Chicago Tribune*, но на тот момент еще и возглавлял эту самую популярную газету Чикаго и американского Среднего Запада.

Будучи высокообразованным молодым человеком, он серьезно относился к своим обязанностям, тщательно изучая аналитические материалы, подготовленные брокерскими фирмами, страховыми компаниями и лучшими финансовыми аналитиками США. Увы, все напрасно! Никто из них не предупредил Альфреда Каулза III о надвигающемся крахе фондового рынка. Как же могло случиться, что самые яркие «звезды» на финансовом небосклоне страны так дружно ошиблись в своих прогнозах?

Отголоски реакции Альфреда Каулза III на катастрофическое падение фондового рынка, уничтожившее в течение трех последующих лет почти 90% стоимости фондового рынка, и на Великую депрессию, которая оказалась закономерным результатом этого падения, сегодня по-прежнему отчетливо слышны на финансовых рынках. Однако современные инвесторы упорно игнорируют уроки, полученные Каулзом и его последователями, продолжая действовать на свой собственный страх и риск.

Между тем Каулз и его последователи попытались — ни много ни мало — освободить финансы от невежества и предрассудков и применить к делу научный подход. С помощью самых выдающихся экономистов страны Каулз основал Эконометрическое общество и вместе с легендарным Бенджамином Грэмом, который также стал одной из жертв краха 1929 г., начал самым подробным и скрупулезным образом собирать и анализировать финансовые данные. В течение последующих 70 лет Каулз вместе со своими последователями, фигурально выражаясь, отобрал инвестирование у астрологов и шарлатанов и передал его в руки астрономов и физиков. (В ряде

случаев это образное выражение принимало реальную форму: многие из выдающихся деятелей современных финансов начинали свою карьеру как ученые-физики.)

К сожалению, когда вы берете в руки какой-либо из финансовых журналов, смотрите программы канала CNBC или обращаетесь за советом к своему брокеру, вы словно переноситесь в эпоху, предшествующую 1929 г. Для меня это почти то же, как если бы я поставил свое имущество на то, что сегодня все будет происходить в точности так, как предсказано гороскопом, или пришел на консультацию к врачу, который черпает свои профессиональные познания из какого-нибудь популярного журнала.

Подобно большинству интеллектуальных прорывов, современная наука инвестирования весьма парадоксальна. Вы верите в то, что путем скрупулезного анализа ценных бумаг можно гарантированно формировать портфели, способные «обыграть» рынок? Разумеется, такое невозможно. Статистика показывает, что, хотя многим инвесторам время от времени это действительно удается, такие успехи почти всегда являются исключительно делом случая или, попросту говоря, результатом удачного стечения обстоятельств. Иногда люди становятся сказочно богатыми в результате покупки счастливого лотерейного билета; иногда они оказываются целыми и невредимыми после автомобильной катастрофы, хотя на них в тот момент даже не было ремня безопасности. Однако наш внутренний голос подсказывает, что покупать лотерейные билеты пачками или игнорировать ремни безопасности в расчете на везение все же не следует. Вы верите в то, что, выбрав портфель из двух-трех пакетов акций, которые, как вам кажется, должны принести внушительный доход, вы максимизируете свои шансы стать состоятельным человеком? Разумеется, верите, но, поступая так, вы также максимизируете свои шансы встретить старость без гроша в кармане. Не нужно заблуждаться на этот счет: цель данной игры не в том, чтобы разбогатеть, а в том, чтобы не стать нищим!

Книга «Всё о распределении активов» вернет вас к реалиям нынешнего дня, в исчерпывающей и вместе с тем доступной манере поведав, как применить к своему инвестиционному портфелю знания

об инвестировании, накопленные в ходе финансовых исследований, проводившихся в течение последних 70 лет.

Формирование эффективного распределения активов во многом похоже на строительство небоскреба. Вам обязательно понадобятся так называемые «синьки» (строительные чертежи). То есть вы должны решить, какие классы активов покупать, от каких покупок стоит воздержаться, и в каких пропорциях выбранные вами активы должны быть представлены в вашем инвестиционном портфеле. Вам также понадобятся строительные материалы, и вы должны понять, у кого и какие именно строительные блоки следует покупать. По всем насущным вопросам Рик Ферри в избытке снабдит вас и советами, и рекомендациями.

К сожалению, когда вы будете выстраивать свой финансовый небоскреб, вам обязательно понадобится еще кое-что, в чем вам не помогут ни Рик, ни я, ни любой другой финансовый эксперт. Я имею в виду неукоснительное следование упомянутым выше «строительным чертежам» даже в те моменты, когда у вас возникнет соблазн положиться на свою интуицию. Вооружившись знаниями, почерпнутыми из книги «Всё о распределении активов», вы можете быть твердо уверены, что выполняете надежный проект, используете лучшие в мире материалы и пристегнуты лучшим в мире страховочным тросом.

*Уильям Бернстайн<sup>[1]</sup>*

# Благодарности

Я особенно признателен д-ру Уильяму Бернстайну, написавшему замечательное предисловие к моей книге.

Кроме того, я приношу свою благодарность авторам широко известных книг и специалистам по инвестициям Скотту Саймону и Биллу Шульцхайсу.

Особую признательность хотелось бы выразить Джону Боглю, бывшему председателю совета директоров *Vanguard Group* и родоначальнику широко доступного инвестирования во взаимные фонды.

Огромное спасибо тем сотрудникам *Vanguard*, *Morningstar* и *Bloomberg*, которые помогли мне собрать и надлежащим образом организовать материалы, использованные в этой книге.

Приношу искренние слова благодарности моим виртуальным друзьям на [Bogleheads.org](http://Bogleheads.org) за ценные советы, которые они давали мне многие годы.

Я весьма обязан своим коллегам по *Portfolio Solutions, LLC*, которые оказали мне огромную услугу, прочитав рукопись этой книги.

Наконец, мне хотелось бы поблагодарить свою жену Дарью за ее любовь и неизменную поддержку всех моих начинаний. Техасское ранчо, несомненно, одно из лучших мест на земле.

*Ричард Ферри*

*Посвящается моим родителям,  
с любовью и восхищением*

# Введение

Распределение активов «приказало долго жить»?

Изменился ли за последнее десятилетие способ инвестирования, который следует использовать?

Можно ли рассчитывать на то, что рынки удовлетворят наши финансовые потребности?

Короткими ответами на эти вопросы могут быть «нет», «возможно» и «да».

Первые 10 лет нового тысячелетия оказались весьма непростыми для всех инвесторов. Беспрецедентные потрясения, случившиеся за это время, привели к небывалой волатильности рынка. Это десятилетие началось с дефляции ожиданий, связанных с акциями технологических и коммуникационных компаний, сопровождавшейся двумя атаками на территории США, которые привели к двум войнам, охватившим едва ли не полмира, и завершились резким падением цен на недвижимость, поставившим на колени глобальные финансовые учреждения, которые казались слишком большими, чтобы потерпеть крушение, и крупномасштабными вливаниями в них со стороны государства.

События последнего десятилетия потрясли основы наших знаний об инвестициях и заставили людей кардинально пересмотреть свои инвестиционные стратегии. Многие засомневались в правильности современной портфельной теории (MPT, modern portfolio theory), которая начала активно воплощаться в практику формирования портфелей. Можно ли утверждать, что рынки по-прежнему функционируют эффективно? Не пришел ли конец стратегии покупки активов и владения ими? Каким образом радикальное перераспределение глобального экономического могущества влияет на мой портфель? Можно ли утверждать, что американский доллар вошел в длительный период падения? Появились ли некие новые классы активов, и следует ли мне в них инвестировать?

Все эти вопросы вполне законны, и все они, безусловно, заслуживают ответа.

В своих попытках отыскать нужную информацию и решения вы не будете испытывать недостатка в желающих помочь вам советами — любимыми, в том числе и плохими советами, — и всегда найдутся люди, которые наряду с этим будут пытаться продать вам какие-то продукты. Если кто-то из них не будет склонять вас к инвестициям в золото или какие-либо товары, то, возможно, он будет склонять вас к инвестированию на китайском рынке недвижимости. У каждого, кто пытается продать какой-то продукт, конечно же, есть свой ответ на волатильность рынка в первом десятилетии, но большинство торгует продуктами, от которых следует держаться подальше.

Где-то в глубине души я уверен, что каждый понимает, насколько непредсказуемо будущее. А это, в свою очередь, означает, что нельзя выбрать какой-то один сектор или инструмент и рассчитывать на то, что именно они гарантируют столь желанную финансовую безопасность. Однако это не останавливает нас. Именно поэтому люди готовы платить немалые деньги за советы экспертов. Но кому из экспертов можно доверять? На чьи советы положиться?

Не обращайтесь внимания на всевозможных «гуру», которые готовы предсказать поведение фондовых рынков, процентных ставок или цены золота. Конечно же, ничего этого они *не знают* и не могут знать. Обращайте внимание на тех, кто советует выработать долгосрочную инвестиционную политику с помощью диверсифицированной базы активов, а затем твердо и неукоснительно осуществлять эту политику.

## **И ВСЕ ЭТО О РАСПРЕДЕЛЕНИИ АКТИВОВ**

Стратегии инвестирования, описанные в настоящем (втором) издании книги «Всё о распределении активов», используют деловой подход к решению очень непростой проблемы распределения активов — подход, характерный для любого серьезного бизнеса. Они предлагают инвестиционное решение, легкое для понимания, рациональное по своему подходу и действенное по результатам. Попросту говоря, ваша задача заключается в распределении своего инвестиционного риска по множеству разных ценных бумаг, поддержании при этом затрат на очень низком уровне и четком контроле риска и налогов. Не пытайтесь предугадать поведение рынков, поскольку в долгосрочной перспективе это не принесет вам успеха и обойдется весьма недешево.

Контролируйте только то, что вы в состоянии контролировать: затраты, налоги, риск. Обо всем остальном позаботятся рынки. Такой подход с наибольшей вероятностью принесет вам финансовый успех.

## **ЧТО ПОД СИЛУ РАСПРЕДЕЛЕНИЮ АКТИВОВ, А ЧТО — НЕТ**

Разумное распределение активов, дополняемое надлежащей дисциплиной, несомненно, повысит ваши шансы на достижение и постоянное поддержание финансовой безопасности. Вместе с тем никакая инвестиционная стратегия не сможет защитить ваш портфель во всех случаях жизни. Вы должны быть готовы к тому, что время от времени вас будут подстерегать неудачи. В вашей жизни будут неудачные месяцы, кварталы и, может быть, даже годы. От этого факта никуда не деться.

К сожалению, вам наверняка придется столкнуться и с попытками финансового мошенничества. Найдется немало нечистоплотных советников по инвестициям, которые будут сулить вам абсолютно надежный, лишенный какого бы то ни было риска путь к богатству. Знайте, они лгут! Высокие доходы всегда идут рука об руку с высоким риском. Многие из «экспертов», утверждавшие, что им известен секрет успеха на рынках, в 2008–2009 гг. оказались за решеткой. Бернард Мэдофф<sup>[2]</sup> — едва ли не самый известный из подобных «экспертов»; многочисленные его последователи были менее известными мошенниками, но и они в конце концов попали (или попадут) за решетку.

На Уолл-стрит не бывает «бесплатных обедов», зато там есть риск. Этот риск можно в определенной степени контролировать посредством правильной инвестиционной политики и ее разумной реализации. Дисциплинированные инвесторы, четко придерживающиеся своей правильно сформулированной инвестиционной политики, добьются большего успеха, чем те, кто бесцельно блуждает от одной стратегии к другой, надеясь на удачный исход или счастливый случай.

Уроки, заключенные в этой книге, просты. Во-первых, распределяйте свои инвестиции по многим классам активов, чтобы снизить таким образом риск портфеля в целом. Во-вторых, инвестируйте широко в рамках каждого класса активов, чтобы устранить таким образом специфический риск владения любой



отдельно взятой ценной бумагой. В-третьих, поддерживайте свои затраты (в том числе и налоги) на наиболее низком уровне. В-четвертых, периодически ребалансируйте свой портфель, чтобы ваш риск соответствовал вашей инвестиционной политике.

Распределение активов — концепция, достаточно простая для понимания. Значительно труднее ее реализовать на практике. Вам не составит особого труда выбрать классы активов, решить, каким должен быть процент каждого из них, выбрать низкозатратные взаимные фонды, которые представляли данные классы активов, и, возможно, принять решение о запуске портфеля в действие.

Тем не менее, несмотря на правильные намерения, многие люди испытывают большие проблемы со 100%-ной реализацией своей стратегии или с неукоснительным следованием ей после первоначального распределения. Дело в том, что существует очень много отвлекающих факторов. Вы испытываете нехватку времени, рынок выглядит как-то «не так», «говорящие головы» твердят что-то свое и т. д. А в довершение всего кто-то из ваших друзей или членов семьи поступил на работу в брокерскую фирму, и вы обещали слушаться его квалифицированных советов. В результате промедление не оставило камня на камне от ваших изначально правильных намерений.

Ребалансировка зачастую оказывается самой трудной частью стратегии распределения активов, поскольку, на первый взгляд, противоречит здравому смыслу. Ребалансировка требует от вас продать небольшую долю активов, стоимость которых растет, и прикупить активы, стоимость которых снижается. Можете ли вы вообразить себе покупку акций в начале 2009 г., когда рынок упал более чем на 60%, и каждый из экспертов, выступавших по телевидению, предсказывал дальнейшее падение цен? Однако именно этого требовала стратегия распределения активов, и к концу того же года дополнительный доход получили лишь те инвесторы, кто, не обращая внимания на доводы «здравого смысла», неукоснительно придерживался принципа ребалансировки.

Искушение отойти, хотя бы на какое-то время, от простой стратегии инвестирования подчас бывает очень велико. Мой собственный многолетний опыт показывает, что многие люди

неспособны твердо следовать выбранным курсом. Есть некое решение, и это решение нужно исполнять. Если вам не хватает силы воли самому реализовать выбранную стратегию распределения активов, наймите компетентного (и относительно недорогого) консультанта, который будет от вашего имени реализовывать эту стратегию. Вам придется платить за эту услугу, но в таком случае вы будете по крайней мере уверены, что данная стратегия будет исполняться эффективно и на все 100%.

## **ПОНЯТИЕ ОБЩЕГО РИСКА**

Известно ли вам, какая величина риска по портфелю соответствует вашим возможностям? Должен сказать, что это еще не весь рыночный риск (то есть риск убытков, связанных с непредвиденным изменением рыночных цен). В вашей жизни есть много чего другого помимо ваших инвестиций. Много из того, что происходит за пределами вашего портфеля, может влиять на то, как вы будете реагировать на свой портфель. Если, например, рынки падают (как правило, это происходит в случае замедления экономического роста), это означает, что доверие потребителей находится на низком уровне и, возможно, вы сами можете лишиться работы. Эти сторонние влияния порождают в вашей жизни стрессы, которые, в свою очередь, могут влиять на то, как вы будете осуществлять свою столь хорошо продуманную стратегию.

Ваше распределение активов должно учитывать потенциальные факторы стресса, которые, на первый взгляд, не оказывают непосредственного влияния на процесс распределения активов. В конце 2009 г. я общался с одним человеком, который продал свои акции в нижней точке рынка «медведей». Теперь он хотел вернуться к тому же распределению с 60% акций. Я высказал мнение, которое сводилось к тому, что в 2009 г. он инвестировал выше допустимого значения своего риска и что его решение вернуться к прежнему распределению с 60% акций было ошибочным. По моему мнению, во время очередного рынка «медведей» он наверняка совершит ту же эмоциональную ошибку — буквально на уровне коленного рефлекса. Однако он уверял, что этого не может случиться, поскольку в последнее время ему пришлось пережить непростой бракоразводный процесс; недавно заболела его мать, и в связи с этим придется уделять

ей гораздо больше внимания; в довершение всего умерла его любимая собака.

Этот пример показывает, что потеря работы или какая-либо другая серьезная утрата (и связанные с этим будущие финансовые нужды) могут заставить инвестора отказаться от своей инвестиционной политики, даже если портфель был настроен на уровень риска, вполне адекватный для данного инвестора. Ухудшение состояния здоровья может вызвать у человека ощущение утраты контроля над своей собственной жизнью, а это, в свою очередь, может заставить его перестраховаться в той сфере, которую он в состоянии контролировать (например, внести соответствующие изменения в свой инвестиционный портфель).

Люди не слишком часто думают о возможной потере работы, семейных неурядицах, проблемах со здоровьем и величине своих финансовых долгов как о факторах, влияющих на принятие решений о распределении активов, тем не менее, все эти факторы очень важны. Принятие эмоционального решения об изменении вашего портфеля в тот момент, когда что-то на вас оказывает влияние, как правило, приводит к не самому лучшему результату. Игнорирование внешних рисков при выборе стратегии распределения активов в портфеле может привести к чересчур высокому жизненному риску, в результате чего впоследствии могут возникать поведенческие ошибки.

Во втором издании книги «Всё о распределении активов» я сделал акцент на поведенческом аспекте финансов. Была включена новая глава, посвященная тому, когда следует изменить распределение активов и как это сделать. Предлагаемые новые инструменты помогают инвесторам в практической реализации и поддержании своей инвестиционной политики — так, чтобы она учитывала всевозможные жизненные невзгоды.

Фундаментальные концепции, изложенные в этой книге, служат своего рода основой для разработки, внедрения и практической реализации разумного, надежного пожизненного инвестиционного плана. В некоторых случаях этот план оказывается даже посмертным. Читайте эту книгу, штудируйте ее, создавайте, внедряйте и осуществляйте план. Уверен, вы не будете разочарованы.

## СОВЕТЫ НА ОСНОВЕ ЛИЧНОГО ОПЫТА

Говорят, что если хотите по-настоящему узнать человека, нужно либо вступить с ним в брак, либо управлять его деньгами. Большую часть своей взрослой жизни я состою в законном браке с замечательной женщиной; к тому же у меня есть удачный опыт многолетнего близкого знакомства со многими людьми благодаря тому, что я лично управляю их инвестиционными портфелями.

В силу особенностей профессии я просто обязан хорошо разбираться в личных, финансовых и семейных ситуациях людей, которые доверяют мне управление своими инвестиционными портфелями. Это необходимо, чтобы я мог давать им как можно более квалифицированные советы, касающиеся инвестиционных решений. А это означает, что мне приходится задавать им вопросы, касающиеся их личной жизни и, возможно, не связанные напрямую с финансами, но тем не менее способные оказать влияние на их будущие решения. Только при условии полного понимания подобных проблем моя компания способна помочь инвестору выбрать разумный вариант распределения активов. Следует заметить, что подобный процесс ни в коем случае не является статичным — это задача, которую приходится решать постоянно.

Мой многолетний опыт показывает, что проблемы каждого инвестора уникальны; вместе с тем есть трудности, типичные практически для всех инвесторов. У всех нас есть какие-то финансовые обязательства (долги, которые раньше или позже придется отдавать), и мы должны быть уверены, что у нас окажется достаточно средств, чтобы своевременно расплатиться по всем этим обязательствам. Всем нужны деньги на оплату медицинских услуг, налогов, образования детей и внуков и дальнейшую посильную материальную помощь им (в случае необходимости). Самое главное, мы не хотим на старости лет оказаться без средств к существованию и превратиться в обузу для семьи. Вот что больше всего пугает людей, когда речь идет о деньгах.

Главное, в чем различается отношение людей к деньгам, — это сумма, в которой нуждается каждый, чтобы своевременно рассчитываться по своим долговым обязательствам. Иными словами,

все мы отличаемся друг от друга по своему образу жизни; разные карьерные пути и возможности приводят нас к разным жизненным стандартам: что кажется вполне комфортным одному человеку, может не подходить другому. Согласование текущих активов и будущих потоков дохода с разными долговыми обязательствами — непростая задача. В этом случае нам как никогда требуются разумные ожидания, финансовое планирование и адекватная инвестиционная политика.

## **ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА**

Инвестиционная политика — это документальное оформление того, как вы на практике собираетесь формировать свой инвестиционный портфель и управлять им. Как правило, это довольно простой и лаконичный документ, который должен быть предельно понятен *вам самому*, поскольку именно вам предстоит придерживаться выбранной вами инвестиционной политики. Некоторые люди самостоятельно формулируют для себя инвестиционную политику, другие поручают это профессионалам. Консультант может составить подробный финансовый план в попытках сформулировать такую инвестиционную политику, которая в наибольшей степени отвечала бы вашим потребностям.

У каждого из нас особые финансовые потребности, свой опыт инвестирования и свои представления о риске. Эти различия превращают формирование портфелей в многостороннюю и весьма непростую задачу. В связи с этим информация, содержащаяся в данной книге, не может охватить все сценарии, а примеры распределения активов, приведенные в ней, следует рассматривать именно как примеры, а не рекомендации. Здесь не может быть какого-то универсального решения «на все случаи жизни», особенно когда речь идет об инвесторах предпенсионного возраста. Вам предстоит усвоить важные понятия, определяющие успешное распределение активов, а затем разработать такой портфельный комплекс, который удовлетворял бы вашим конкретным потребностям и жизненным обстоятельствам.

Как именно вы будете на протяжении всей жизни распределять свои инвестиции между акциями, облигациями, недвижимостью и прочими классами активов, обусловит практически весь риск и доходность вашего портфеля *при условии, что вы способны строго*

*придерживаться своего плана.* Это делает решение, касающееся распределения активов, одним из самых важных решений в вашей жизни, а потому это решение стоит того, чтобы потратить на его уяснение изрядное количество времени. В своей основе распределение активов — достаточно простая идея: от вас требуется диверсифицировать портфель по нескольким непохожим друг на друга активам, чтобы снизить риск больших убытков. Контроль риска посредством следования разумному плану распределения активов и адекватного управления портфелем позволяет вам в непростые периоды рыночного цикла сосредоточиться на общей картине. Именно эта дисциплина является ключом к успеху ваших инвестиций в долгосрочной перспективе.

## **РАЗЛИЧНЫЕ СТРАТЕГИИ РАСПРЕДЕЛЕНИЯ АКТИВОВ**

Существует три различных типа стратегий распределения активов. Одна из них, долгосрочная стратегия, является предметом настоящей книги. Выполнение краткосрочных прогнозов ситуации на рынках не является обязательным условием успешности данной стратегии. Обязательным условием успешности двух других стратегий является следование краткосрочным рыночным прогнозам. Обсуждением этих двух стратегий я предоставляю заниматься «говорящим головам» на телевидении.

Итак...

1. Стратегическое распределение активов (прогнозов не требуется).
2. Тактическое и динамическое распределение активов (требует точных рыночных прогнозов).
3. Выбор оптимального времени для операций на рынке, *маркет-тайминг* (требует точных прогнозов рынка).

Настоящая книга целиком посвящена долгосрочному стратегическому распределению активов. Эта стратегия общеизвестна под названием «buy and hold» (*покупай и держи*), однако мне кажется, что для нее больше подходит — «buy, hold, and rebalance» (*покупай, держи и ребалансируй*). Стратегическое распределение активов сосредоточивается на выборе подходящих классов активов и

инструментах, которые удерживаются в портфеле в течение длительного периода времени. Распределение активов не должно зависеть от циклических взлетов и падений экономики или от того, что какой-нибудь циник публично выражает сомнения по поводу этой стратегии, а затем лично нагревает руки на инвесторах, которые верят его пустой болтовне. После того как такое распределение выбрано, оно нуждается в периодическом пересмотре и, возможно, корректировке, особенно когда происходят важные перемены в личной жизни инвестора.

Тактическое распределение активов не является предметом данной книги, и это единственный случай, когда я о нем упоминаю. Тактическое распределение активов предполагает активное изменение состава инвестиционных инструментов на основе краткосрочных прогнозов рынка относительно доходности тех или иных активов. Эти прогнозы могут быть функцией фундаментальных переменных (например, прогнозов доходов или процентных ставок), экономических переменных (например, перспектив экономического роста в разных странах) или технических переменных (например, последних ценовых тенденций и тенденций, выражаемых графиками тех или иных экономических показателей).

Маркет-тайминг — предельный вариант тактического распределения активов. Это решения образца «все покупаем» или «все сбрасываем», касающиеся тех или иных классов активов. Например, инвестор, придерживающийся данной стратегии распределения активов, может начать год с инвестирования 100% своего капитала в акции, затем в какой-либо момент того же года перейти к распределению «50% акций, 50% облигаций», а к концу года все свои инвестиции обратить в наличность. Выбор оптимального времени для операций — это стратегия для тех, кто верит, что в состоянии все время правильно прогнозировать основные изменения на рынке и, следовательно, «перехитрить» рынок путем своевременных действий с активами.

Тактическое распределение активов и маркет-тайминг кажутся, на первый взгляд, замечательными идеями и действительно являются хорошей приманкой для неопытных инвесторов. Однако практически любое непредвзятое научное исследование показывает, что такие

стратегии распределения активов ничуть не лучше, чем подбрасывание монеты. Всегда найдутся люди, которые расскажут, как ловко они следуют за колебаниями рынка, но вы должны ясно отдавать себе отчет, что постоянно зарабатывать на этом деньги не удастся никому.

Единственно надежной стратегией распределения активов является стратегия, обсуждаемая в этой книге. Хорошо сбалансированный портфель, представленный многими классами активов и поддерживаемый в течение длительного времени, имеет самую высокую вероятность успеха.

Книга «Всё о распределении активов» фокусируется на правильном выборе классов активов, в наибольшей степени отвечающих вашим потребностям, выборе низкозатратных инструментов, которые представляют эти классы активов, практической реализации подходящей стратегии и поддержании ее. Факты и числа представлены в книге максимально понятным и доступным образом. Некоторые данные носят технический характер, поэтому я пытался проиллюстрировать соответствующие понятия конкретными величинами и объяснить их смысл так, чтобы понимание не вызывало затруднений у читателя. Дочитав книгу до конца и уяснив важные понятия, излагаемые в каждой главе, вы станете обладателем знаний и инструментов, которые сможете использовать для формирования портфеля с разумным распределением активов, способным приносить вам немалую пользу на протяжении многих лет.

## **КРАТКИЙ ОБЗОР ГЛАВ**

Второе издание книги «Всё о распределении активов» состоит из трех частей, и все они в равной степени важны. Таким образом, лучше всего читать книгу «от корки до корки».

В части I разъясняется потребность в инвестиционной политике, а также базовая теория, лежащая в основе стратегии распределения активов. В главе 1 объясняется, почему создание жизнеспособного инвестиционного плана так важно для успеха и как в этом плане работает распределение активов. Глава 2 целиком посвящена риску инвестирования. Разные люди предлагали разные определения риска, начиная с несения убытков и заканчивая волатильностью доходности портфеля. В главе 3 рассматриваются технические аспекты



распределения активов, причем за основу взят портфель, включающий два класса активов, там же разбираются базовые формулы и исторические рыночные взаимосвязи. В главе 4 я перехожу от портфеля, состоящего из двух классов активов, к портфелю из нескольких классов активов. Добавление в портфель большего числа классов активов позволяет снизить риск и повысить долгосрочную доходность.

Часть II посвящена возможностям инвестирования. В главе 5 обсуждается методология, используемая для выделения стилей и типов классов активов. В главе 6 рассматривается рынок ценных бумаг США и его различные компоненты. В главе 7 изучаются международные рынки и приводятся примеры, как диверсификация путем инвестирования в зарубежные активы помогает американским инвесторам. Глава 8 посвящена американскому рынку ценных бумаг с фиксированной доходностью и его различным составляющим. В главе 9 разбираются примеры инвестирования в недвижимость, в том числе инвестирования в жилье. В главе 10 разъясняются альтернативные классы активов, в том числе товары, хедж-фонды, драгоценные металлы и предметы коллекционирования. Во всех главах содержится примерный перечень соответствующих взаимных фондов и биржевых фондов (ETF). К моменту, когда вы закончите читать часть II, у вас сформируется исчерпывающий перечень потенциальных инструментов для инвестирования, который понадобится при составлении собственного инвестиционного портфеля.

Часть III посвящена управлению собственным инвестиционным портфелем. В главе 11 разбираются методы, используемые для прогнозирования разнообразных рыночных рисков и доходности, а также ряд авторских оценок. В главе 12 рассматривается понятие жизненного цикла инвестирования и приводится несколько примеров потенциальных портфелей. Глава 13 интересна тем, что посвящена так называемым «поведенческим финансам». Правильное распределение активов — это распределение, отвечающее не только вашим потребностям, но и особенностям характера. Глава 14 впервые появилась во втором издании. В ней разъясняется, когда и каким образом следует изменять ваше распределение активов. Глава 15 посвящена обсуждению комиссионных расходов, налогов, индексных

фондов, а также достоинствам и недостаткам, связанным с использованием услуг профессиональных управляющих.

В приложениях содержится большой объем дополнительной информации, касающейся литературы по распределению активов, а также полезных сайтов, посвященных инвестициям.

ЧАСТЬ I

---

# Основы распределения активов

## ГЛАВА 1

---

# Планирование инвестиционного успеха

### КЛЮЧЕВЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

- Планирование инвестиций имеет важнейшее значение для обеспечения успеха в долгосрочной перспективе.
- Распределение активов является ключевым элементом планирования инвестиций.
- Необходимыми условиями успеха являются дисциплина и неукоснительное следование выбранной стратегии.
- К достижению финансовой безопасности нет коротких путей.

Успешный пожизненный опыт инвестирования включает в себя три важнейших этапа: составление разумного инвестиционного плана, его полномасштабное внедрение и готовность неукоснительно выполнять этот план, как бы хорошо или плохо ни складывались обстоятельства. Если вы составите хороший план и будете неукоснительно ему следовать, то вероятность наступления вашей финансовой независимости будет нарастать экспоненциально.

Инвестиционный план служит своего рода дорожной картой, которая обеспечит благоприятные и объективные результаты вашего инвестирования на длительную перспективу. Ваше решение, касающееся распределения активов, является самым важным шагом в планировании инвестиций. На этом этапе вы должны определить, какую сумму средств следует выделить на каждый класс активов, таких как акции, облигации, недвижимость и наличность. Именно выбранный вами вариант распределения активов в значительной мере определяет путь роста ваших денег и уровень портфельного риска на длительную перспективу. Сколько именно вы инвестируете в каждый из этих классов активов, не так важно, как сам по себе факт владения ими, хотя какие-то варианты распределения оказываются более выгодными и менее затратными, чем другие.

В чем заключается ваша нынешняя инвестиционная политика? Рассмотрим следующие две стратегии управления портфелями. Какая из них точнее описывает вашу нынешнюю ситуацию?

- **План А.** Покупать инструменты, которые, как я рассчитываю, будут приносить хорошую доходность в течение нескольких последующих лет. Если какой-то из активов обеспечивает низкую доходность или его перспективы меняются в худшую сторону, следует переключиться на другой инструмент или закрыть позицию по этому активу и выйти в деньги, ожидая, пока не появится более благоприятная возможность.
- **План Б.** Покупать различные инвестиционные инструменты и владеть ими в диверсифицированном портфеле независимо от их краткосрочных перспектив. Если какой-либо из инструментов приносит низкий доход, следует увеличить позицию по этому инструменту, чтобы восстановить баланс своего портфеля.

Если вы относитесь к большинству инвесторов, то план А должен быть ближе вам по духу. Люди, как правило, инвестируют в те инструменты, которые, как им кажется, обеспечат хорошую доходность в краткосрочной перспективе, и избавляются от активов, приносящих плохие результаты. Цель плана А — «приносить хорошие результаты», однако такая цель не поддается количественному измерению. Что означает «приносить хорошие результаты»? В плане А не содержится никаких указаний на то, *когда* следует покупать или продавать те или иные инвестиции по причине их неудовлетворительных результатов или изменившихся перспектив. Научные исследования показывают, что те, кто продает свои активы, исходя из их краткосрочной доходности, как правило, избавляются от активов, которые со временем показывают лучшие результаты, чем новые инструменты, купленные ими.

На протяжении многих лет мне довелось общаться с тысячами индивидуальных инвесторов, обсуждая их инвестиционные портфели. Мне было интересно узнавать у этих людей об их инвестиционных планах и выяснять, соответствует ли их ожиданиям получаемая доходность. Большинство из них утверждает, что у них есть нечто вроде инвестиционного плана; они говорят также, что получаемый ими

доход в целом соответствует тому, как ведут себя рынки, однако оба эти утверждения отражают скорее желаемое, а не действительное положение вещей. Анализ их портфелей зачастую свидетельствует о том, что в действительности никакого плана у них нет и не было и что их инвестиционные результаты, как правило, оказываются на несколько процентов ниже того, что они рисуют в своем воображении. Печальная правда заключается в том, что большинство инвесторов выбирает свои акции, облигации и взаимные фонды наугад, практически никогда не задумываясь над тем, насколько эти классы активов сочетаются между собой и на какие суммы им приходится раскошелиться в виде гонораров, комиссионных и прочих расходов.

## **ХАРАКТЕРИСТИКИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПЛАНА**

Успешное инвестирование представляет собой процесс, состоящий из трех этапов: 1) разработка плана, 2) его внедрение и 3) применение. Будущему инвестору очень важно осознать, что для осуществления его долгосрочных финансовых целей необходим разумный инвестиционный план и надлежащие инвестиции в него. Когда потенциальные инвесторы осознают эту простую истину, им понадобится метод, с помощью которого они могли бы составить такой план. Вот тогда-то им и понадобится эта книга. Им потребуется воплотить этот план на практике, поскольку, как бы хорош он ни был, если план не осуществлен — грош ему цена. Последним — и самым важным — является процесс применения этого плана, поскольку получение требуемой доходности в долгосрочной перспективе невозможно без соблюдения строгой дисциплины.

У хорошего плана должны быть «длинные ноги», то есть его надлежит осуществлять в течение нескольких лет без серьезных изменений. Ежегодные корректировки вполне допускаются, но значительные корректировки в плане необходимы, лишь когда в вашей жизни происходят существенные перемены. Ни в коем случае не следует вносить изменения в план в ответ на ухудшение ситуации на рынке или по рекомендации «говорящих голов» на телевидении. Вы же не меняете место работы и не переезжаете в другой город в ответ на ухудшение мировой экономической ситуации. Точно так же вам не следует менять свой инвестиционный план только потому, что ваш

портфель переживает не лучшие времена из-за наступления «медвежьего» рынка. Эти черные полосы в нашей жизни вполне естественны и ожидаемы, поэтому нужно учиться жить и в подобные периоды.

Изложите свой инвестиционный план в письменном виде, поскольку в таком виде вы вряд ли забудете его. Составленное вами *положение об инвестиционной политике* должно включать ваши финансовые потребности, цели инвестирования, распределение активов, описание выбираемых инструментов инвестирования, а также обоснование инвестиционного плана, где следует разъяснить, почему вы уверены, что данный план позволит вам со временем достичь поставленных целей. Я гарантирую, что вы не станете принимать поспешных инвестиционных решений, если вам хватит дисциплины прочитать свой план каждый раз перед внесением того или иного изменения.

Но даже самый хороший инвестиционный план не поможет, если вы его не внедрите и не будете осуществлять соответствующее сопровождение. Большинство инвестиционных планов не удается полностью реализовать лишь потому, что люди каждый раз находят оправдания своему бездействию, это в том числе желание «подождать до лучших времен», необходимость заниматься «другими делами», лень, нехватка настойчивости и бесконечный поиск какого-то «идеального» плана. По моим собственным оценкам, лишь менее 50% инвестиционных планов, зафиксированных на бумаге, удается реализовать полностью. Но и это еще не все. Регулярное поддержание инвестиционного плана является ключом к успеху после начала его практической реализации. Рынки пребывают в постоянном движении; то же можно сказать и о вашем портфеле. Периодическое сопровождение гарантирует соответствие портфеля вашему инвестиционному плану.

Я вполне допускаю, что всего менее 10% инвестиционных планов удается реализовать полностью и сопровождать достаточно долгое время (с соблюдением дисциплины, достаточной для обеспечения их эффективной работы). Возможно, мои заявления покажутся вам чересчур пессимистичными, но именно к таким выводам я пришел в результате многих лет работы в инвестиционном бизнесе. Ежегодно

терпят неудачу много замечательных инвестиционных планов. В хороших намерениях недостатка нет, но людей подводит привычная недисциплинированность.

## **КОРОТКИХ ПУТЕЙ НЕТ**

В нашей культуре деньги и жизнь тесно переплетены. Проблема собственного финансового благополучия никогда не дает нам покоя.

Достаточно ли у меня будет денег? Хватит ли мне средств, чтобы дать образование своим детям? Стабилен ли мой доход? Каковы перспективы системы социального страхования? Смогу ли я оплачивать медицинские услуги? Не повысятся ли налоги? Когда придет время, смогу ли я продать свое жилье по цене, на которую рассчитываю? Придется ли мне занимать деньги? Какова моя кредитоспособность?..

Большинство трудящихся едва сводят концы с концами, не говоря уже о том, чтобы отложить какую-то часть денежных средств на будущее, в том числе на старость. Их волнует, когда они смогут (и смогут ли вообще) выйти на пенсию, и если это произойдет, то возможно ли им будет вести достойный образ жизни. В последние годы жизни нам приходится принимать решения о том, кому именно достанутся наши неизрасходованные денежные средства, как нашим наследникам их получить и кто будет распоряжаться нашим имуществом. Управление деньгами — непрекращающаяся борьба, которая начинается с получения нашего первого денежного вознаграждения и заканчивается в тот час, когда мы покидаем этот мир.

Решение денежных вопросов убивает наши нервные клетки, а принятие инвестиционного решения является одной из самых стрессовых ситуаций. Когда мы располагаем небольшой суммой, мы боимся потерять ее, приняв неверное инвестиционное решение. Вместе с тем мы хотели бы обеспечить себе достойную доходность. Чем раньше в своей жизни человек научится правильно инвестировать деньги, тем лучше он будет чувствовать себя в финансовом и эмоциональном отношении.

К сожалению, в школах у нас не учат принципам правильного инвестирования. Не учат этим принципам и в подавляющем



большинстве колледжей и университетов. Работодатели также не требуют от своих работников учиться правильному инвестированию в свои накопительные пенсионные счета. И государство не интересуется тем, как инвесторы распоряжаются своими деньгами (если, конечно, дело не доходит до мошенничества или иных нарушений закона). В том, что касается финансового образования, люди предоставлены сами себе, и, к сожалению, обычно им приходится прибегать к самому дорогостоящему методу обучения — методу проб и ошибок.

Обучение по методу проб и ошибок — это многие годы разочарований. Только так человек учится отличать достоверную информацию от недостоверной. В течение долгого периода подобного обучения люди получают результаты, значительно худшие средних рыночных показателей, причем большинству людей так и не удается компенсировать свои убытки. Когда люди осознают, что совершили инвестиционные ошибки и потеряли часть своих вложений, они обычно стремятся компенсировать потери, становясь либо чрезмерно консервативными, либо не в меру агрессивными. И то и другое плохо. Однажды потерпевшие неудачу (и от этого ставшие чрезмерно осторожными) инвесторы могут не достигнуть своей финансовой цели, если не сформулируют достаточно агрессивный план, который поможет им выправить ситуацию. Другие же, наоборот, могут стать более агрессивными, пытаясь как можно быстрее вернуть потерянные средства. В газетах мы регулярно читаем заметки про людей, решивших крупно рискнуть и потерявших еще больше, чем прежде, или оказавшихся жертвой какого-нибудь недобросовестного консультанта.

Когда инвестиционные ошибки совершают относительно молодые люди, это не становится для них роковым шагом, поскольку их потери, как правило, невелики, а впереди еще многие годы работы и широкие возможности для создания новых накоплений. Однако когда подобную ошибку совершает пожилой человек, это может сыграть в его жизни фатальную роль. Газеты публикуют немало печальных историй о пожилых людях, которые потеряли свои накопления, «положив в одну корзину все яйца» или доверившись мошенникам, наподобие Берни Мэддоффа.

История банкротства Enron Corporation<sup>[3]</sup> известна едва ли не каждому. Банкротство этой корпорации стало результатом мошенничества с бухгалтерской отчетностью, которое разрушило финансовое благополучие многих людей предпенсионного возраста. Во многих газетах и популярных журналах публиковались статьи о том или другом из бывших работников Enron Corporation, потерявшем почти все свои сбережения в результате банкротства этой корпорации. Кому-то из них пришлось продать свое жилье, чтобы расплатиться по счетам. Другие были настолько потрясены случившимся, что не представляли, как дальше жить. Статьи, как правило, сопровождались фотографиями жертв, запечатленных в момент полного отчаяния.

Научила ли нас чему-нибудь история с Enron Corporation? Нет. В течение последующих 10 лет тысячи банкротов (или находящихся на грани банкротства компаний) заявили о своих правах на пенсионные сбережения сотен тысяч рядовых работников, которые доверяли своим компаниям, покупая их облигации. К их числу относятся, в частности, такие известные компании, как General Motors, Lehman Brothers, AIG, Bear Stearns и Chrysler.

Научат ли нас чему-нибудь эти банкротства компаний, «которые не должны были обанкротиться, потому что были очень большими»? Научат ли они нас диверсифицировать свои инвестиции и снижать риск портфеля с помощью распределения активов? Не уверен.

## **ПОЧЕМУ СОВЕТЫ ПРОФЕССИОНАЛОВ НЕ ВСЕГДА ПОМОГАЮТ**

Как научиться инвестировать и в то же время избежать дорогостоящих ошибок? Один из вариантов — воспользоваться услугами профессионального консультанта по инвестициям, если, конечно, вам повезет подыскать хорошего специалиста. Воспользоваться услугами консультанта — это возможный, но отнюдь не гарантирующий успеха вариант. Каким окажется практический опыт и уровень образования этого специалиста, предсказать невозможно: разброс уровня квалификации специалистов в индустрии инвестиционного консалтинга очень велик. Есть здесь немало профессионалов, преданных своему делу; такие специалисты окажут вам неоценимую

помощь в составлении инвестиционного плана, но, к сожалению, есть и такие, которые принесут больше вреда, чем пользы.

Доходы в инвестиционном бизнесе чрезвычайно высоки. Уровень доходов типичного консультанта сопоставим с доходами высокооплачиваемого врача или адвоката. Однако в отличие от последних, которым приходится учиться и практиковаться многие годы, прежде чем они обретут собственную клиентуру, инвестиционные консультанты, нанимаемые крупными брокерскими фирмами, нередко начинают управлять деньгами клиентов буквально через несколько месяцев после начала своей карьеры в индустрии инвестиций, а если сумеют хорошо подать себя, то уже через пару лет становятся вполне состоятельными людьми.

Требования, предъявляемые к тем, кто желает стать зарегистрированным представителем какой-либо брокерской фирмы или независимым платным консультантом, на удивление невысоки. От вас не требуется быть обладателем какой-либо ученой степени в области финансов. Более того, также необязательно наличие какого-либо формального образования! Все, что от вас требуется, — это умение читать и писать по-английски, не иметь судимостей за тяжкие уголовные преступления и сдать довольно простой экзамен. Чтобы стать зарегистрированным брокером или консультантом, вам понадобится примерно столько же времени и усилий, сколько 16-летнему подростку для получения водительских прав, — за одним лишь исключением: прежде чем получить водительские права, 16-летний подросток должен продемонстрировать умение водить автомобиль. Из-за того что барьер для желающих вступить в индустрию инвестиционного консалтинга столь низок, не приходится удивляться тому, что в *The Wall Street Journal* каждую неделю публикуется длинный список брокеров и консультантов, наказанных соответствующими регуляторными органами за крайнюю небрежность при исполнении своих профессиональных обязанностей, незаконное присвоение средств клиентов и прямое мошенничество.

Я не хотел бы показаться чересчур критичным по отношению к брокерам и консультантам, работающим в индустрии инвестиций, поскольку там же работает и немало квалифицированных и порядочных специалистов. Проблема, однако, в том, как отличить этих

квалифицированных и порядочных специалистов от неквалифицированных и непорядочных. Сделать это очень непросто. От ошибок и просчетов не застрахован никто из них. Достаточно одного ошибочного решения, принятого консультантом по инвестициям, чтобы от всех ваших сбережений не осталось и следа. Бывшим клиентам Берни Мэдоффа это известно очень хорошо.

## **АКТИВЫ ПРИ РАСПРЕДЕЛЕНИИ АКТИВОВ**

В своей основе работа с активами сводится к распределению всей суммы ваших инвестиций по разным местам с целью снижения риска крупных убытков. Сто лет назад это означало бы, например, что вы должны разложить все сбережения по горшкам и зарыть их в разных местах своего огорода; возможно также, что часть денег нужно было бы зашить в своем матрасе, а еще часть — хранить в глиняной копилке. Если бы ваш дом сгорел, вам удалось бы, по крайней мере, спасти деньги, зарытые в огороде.

Я не сторонник зашивать деньги в матрас или раскладывать их по горшкам и зарывать в огороде; стратегия распределения активов подобного рода безнадежно устарела. В этой книге рассказывается о таких способах инвестирования, которые доступны широкой публике, например взаимные и биржевые фонды (ETF, exchange-traded funds), рассказывается также о том, как это согласуется с другими активами, такими как ваше жилье, другая недвижимость, коммерческие предприятия, «твердые» активы (монеты и произведения искусства), корпоративные акции с ограничением и опционы на акции, а также любые ваши требования, касающиеся пенсии, выплачиваемой работодателем, системы социального обеспечения и аннуитетных выплат.

На *рис. 1.1* изображена инвестиционная пирамида, которая делит инвестиционный план на пять частей. Пирамида используется для классификации активов и иллюстрации различий в ликвидности и дискреции, которая может у вас быть (или не быть) в отношении данных активов.

---

### **РИСУНОК 1.1**

Инвестиционная пирамида



Ниже приведены краткие описания всех уровней инвестиционной пирамиды.

- **Первый уровень** находится в основании пирамиды. Он характеризуется высоколиквидной наличностью и инструментами денежного рынка, которые используются для покрытия текущих расходов и на случай чрезвычайных обстоятельств и, как правило, находятся на текущих чековых счетах, сберегательных счетах и в фондах денежного рынка. Эти средства не являются частью вашего долгосрочного инвестиционного распределения, и вас не должно особенно заботить, что ваша ставка доходности невысока. Сумма, которую вы храните в виде наличности, зависит от ваших конкретных жизненных обстоятельств. Я рекомендую держать 3–4-месячный запас наличности, если вы не имеете семьи, 6–12-месячный запас наличности, если вы семейный человек, и 24-месячный запас наличности, если вы пенсионер.
- **Второй уровень** охватывает ликвидные долгосрочные инвестиции. Это дискреционные инвестиции, то есть вы выбираете, как инвестировать деньги. Варианты для инвестиций, как правило, включают взаимные фонды, биржевые фонды, депозитные сертификаты и облигации. Счета, на которых находятся эти инвестиции, обычно включают

самоуправляемые пенсионные счета, сберегательные счета работников, личные сберегательные счета, а также фиксированные и переменные аннуитеты, которые все же являются накопительными (то есть не аннуитизированы). Эти активы, как правило, можно в течение недели конвертировать в наличность.

- **Третий уровень** охватывает менее ликвидные долгосрочные инвестиции, также являющиеся дискреционными. К ним относятся ваше жилье и прочее реальное имущество, бизнес, произведения искусства и другие предметы коллекционирования, хедж-фонды, венчурные фонды, а также другие партнерства с ограниченной ответственностью. Эти инвестиции менее ликвидны, чем ценные бумаги второго уровня. Со временем их можно конвертировать в наличность, но это может занять несколько недель, месяцев или даже лет.
- **Четвертый уровень**, как правило, охватывает инвестиции, в отношении которых вы не можете поступать по своему усмотрению (или можете, но лишь в очень ограниченной степени). Эти инвестиции могут включать опционы на акции или корпоративные акции с ограничениями, наложенными работодателем, пенсионные планы, управляемые работодателем, льготы системы социального обеспечения и аннуитеты, по которым производятся выплаты. В отношении этих активов предусмотрены жесткие правила, определяющие, во что будут вложены деньги, кто и когда их может использовать.
- **Пятый уровень** несколько выбивается из общей последовательности. Он охватывает спекулятивный капитал. Это торговые счета, которые используются некоторыми людьми для «игры» на рынке. Инвестиции на этом уровне можно охарактеризовать как ставки на краткосрочные ценовые тренды. Отдельная торговая операция может длиться от нескольких дней до нескольких лет. Инвестиции могут включать обыкновенные акции, нишевые взаимные фонды и биржевые фонды, золото и драгметаллы, товарные фьючерсы и товарные фонды (но не ограничиваются только этим). Эти инвестиции представляют

собой ставки с угадыванием цены, сделанные наудачу. Размещайте свою ставку и надейтесь на лучшее.

Все пять уровней одинаково важны для вашего распределения активов. Некоторые из них вы можете полностью контролировать, а какие-то вам совершенно неподконтрольны, а именно: вам полностью неподконтрольны дискреционные инвестиции на ваших личных и на некоторых пенсионных счетах, и вы никогда не можете контролировать льготы системы социального обеспечения, инвестиции пенсионного льготного плана, определяемого работодателем, и акции с ограничениями, наложенными работодателем.

Возникает естественный вопрос: сохранятся ли эти недискреционные активы, когда вы выйдете на пенсию? Или, говоря по-другому, можете ли вы быть уверены, что льготы системы социального обеспечения и пенсия, определяемая работодателем, не будут урезаны или даже полностью отменены в будущем? Лишь часть этих льгот перейдет супругу (супруге) после вашей смерти, но, по сути, ни одна из них не достанется вашей семье за исключением небольшой суммы льгот системы социального обеспечения для ваших детей (вплоть до достижения ими совершеннолетия). Если на свои пенсионные деньги вы покупаете аннуитет, доход достанется вам и, возможно, вашему супругу (супруге), но не вашим наследникам, если только вы не выберете более низкие суммы выплат. Все эти нюансы играют важную роль в окончательном варианте вашего инвестиционного плана, и вам обязательно придется учитывать их в своем распределении активов.

## **ОСНОВНОЕ ВНИМАНИЕ — ВЗАИМНЫМ И БИРЖЕВЫМ ФОНДАМ БАЗОВЫХ ОТРАСЛЕЙ**

Распределение активов — в том виде, как оно представлено в данной книге, — сводится главным образом к разумному разделению ваших дискреционных ликвидных инвестиций между широко диверсифицированными взаимными фондами акций и облигаций и биржевыми фондами. Такая стратегия позволяет снизить портфельный риск на длительном отрезке времени, а это ведет к повышению доходности инвестиций.

Кому-то может показаться, что не так уж сложно взять с места в карьер, если в каждом классе активов удастся выбрать сверхдоходные ценные бумаги или взаимные фонды. Это можно попытаться сделать либо самому, либо наняв профессионального консультанта. Но, уверяю вас, не поможет ни то ни другое.

Пытаться каждый раз выбирать инструменты, доходность которых превзойдет соответствующие эталоны, все равно что пытаться победить в марафоне, обувшись в тяжелые сапоги. Вы с трудом будете волочить ноги, а шансы на победу окажутся близки к нулю. Высокие издержки, связанные с попытками переиграть рынок, практически гарантируют вам печальные результаты.

Помимо высоких издержек, которые съедят боую часть вашего дохода, необходимо учитывать, что подавляющее большинство инвесторов, в том числе и профессиональных управляющих активами, не располагают информацией или квалификацией, без которых невозможно выбрать сверхдоходные ценные бумаги. По закону все инвесторы должны одновременно получать одинаковые свежие новости, касающиеся изменений в экономике или в финансах отдельных компаний. А это означает, что ни у кого из них не должно быть преимуществ. Регулярный просмотр новостей по CNN, Bloomberg Television или другим каналам, специализирующимся на финансовых новостях, не даст необходимого количества полезной информации, которая обеспечит вам доходность выше рыночной. Не зря на Уолл-стрит говорят: «То, что известно каждому, не стоит и цента».

Если же вам удастся получить доступ к эксклюзивным финансовым новостям, вы все равно не сможете воспользоваться этой информацией для получения сверхдоходов на рынке, поскольку речь в данном случае идет о так называемых инсайдерских торговых операциях. Спросите хотя бы у Марты Стюарт<sup>[4]</sup>, что она думает по этому поводу. Марта Стюарт оказалась за решеткой за использование инсайдерской информации, которую она получила от CEO ImClone Systems, Inc. Вы можете попасть в тюрьму, даже если не получили никакого денежного вознаграждения за передачу инсайдерской информации кому-то другому. Сотрудник одного из инвестиционных



банков на Уолл-стрит передавал в течение какого-то времени инсайдерскую информацию некой проститутке в качестве платы за ее сексуальные услуги. В результате оба они оказались за решеткой.

Но даже если вы или ваш консультант по инвестициям действительно усмотрите нечто такое, что еще не дошло до остальных, вы все равно не сможете распознать, важная ли это информация или просто шум. Тех, кто способен отличить действительно важную информацию от шума, насчитываются буквально единицы. В 2004 г. Чарли Манджер, легендарный инвестор и вице-председатель совета директоров Berkshire Hathaway, рассказывал участникам ежегодного собрания акционеров, что удачливость Уоррена Баффета (СЕО Berkshire Hathaway)<sup>[5]</sup> объясняется его природным даром выявлять среди огромного объема информации то небольшое, что оказывает реальное влияние на изменения ситуации на рынке. Чарли Манджер утверждал, что рядовые инвесторы, а также и большинство профессионалов, тратят слишком много времени на анализ бесполезной информации, упуская из виду важные вещи.

Многие заявляют, что рынки неэффективны и что сверхдоходность получать вполне возможно. Что ж, никто не запрещает им высказывать собственное мнение. Возможно, им действительно удастся получить сверхдоходность. Однако это не относится к подавляющему большинству инвесторов. Ведь мы, простые смертные (в том числе и консультанты, услугами которых мы пользуемся), отнюдь не являемся уорренами баффетами и, следовательно, не можем рассчитывать на получение сверхдоходов (которые, скажем справедливости ради, все же удастся время от времени получать на неэффективном рынке).

## **«ГОРЯЧИЕ» ФОНДЫ И «ХОЛОДНЫЙ» ДОХОД**

Предсказать будущее поведение рынков зачастую кажется не таким уж сложным делом, тем более что многие «гуру» рынка заявляют, что им это действительно удастся. Но подобные заявления — это скорее маркетинговый ход, чем отражение реального положения вещей. Ведь «гуру» рассказывают только о своих удачах. Между тем я не видел ни одного независимого исследования, которое подтверждало бы, что прогнозы телевизионных «говорящих голов» оказываются неизменно точными.

Когда Microsoft осуществила первичное размещение акций на фондовом рынке, журнал Popular Science прогнозировал, что к началу XXI в. персональные аэромобили придут на смену семейному автомобилю. Эти летающие автомобили будут взлетать и приземляться на подъездной дорожке, ведущей от основной дороги к вашему дому или гаражу, и таким образом будет решена проблема автомобильных пробок в городах. Сегодня таких летающих автомобилей нет; не предвидится их появление и в ближайшие годы, зато почти в каждом доме есть по меньшей мере один персональный компьютер, телефон, электронная игра или какое-либо другое электронное устройство, работающее под управлением программного обеспечения, разработанного компанией Microsoft.

Инвестирование в ценные бумаги компаний, которые в данный момент кажутся перспективными и обещают сверхдоходы, может стать для инвестора чем-то вроде наркотика — весьма дорогостоящего наркотика. Многие из тех, кто стал жертвой «мыльного пузыря» акций высокотехнологичных компаний 1996–2000 гг., стали и жертвами бума недвижимости 2003–2008 гг. Можно привести и другие, совсем недавние примеры. В 2008 г., когда цена барреля нефти поднялась до 150 долл., всплыла и начала живо обсуждаться тема альтернативных источников энергии. Цена акций нефтяных компаний рухнула к концу того же года, когда цена барреля нефти опустилась ниже 50 долл. Помним мы и небывалый ажиотаж вокруг акций китайских компаний. К сожалению, почти каждая история бурного экономического роста оборачивается настоящим кошмаром для инвесторов в акции. Сейчас, когда я готовлю текущее, второе издание своей книги (начало 2010 г.), инвесторы спешно скупают золото. Недавно стоимость унции золота поднялась в цене до 1200 долл., и многим кажется, что скоро она удвоится. Что ж, посмотрим...

Альтернативой поиску «наилучших» акций и их покупке в «самый подходящий» момент времени является использование услуг квалифицированного и информированного управляющего взаимного фонда, который выполнит соответствующую работу за вас. К сожалению, найти «самого толкового» управляющего взаимного фонда так же нелегко, как предсказать очередной «выверт» рынка. Большинство людей выбирает для себя взаимные фонды, основываясь

на их прошлых успехах. Для этого они пользуются рейтингами, публикуемыми такими компаниями, как Morningstar<sup>[6]</sup> из Чикаго. Исследования денежных потоков показывают, что подавляющее большинство новых вкладов во взаимные фонды направляется в фонды, которым компания Morningstar недавно присвоила «5-звездочный» рейтинг, руководствуясь их прошлыми достижениями. Инвесторам кажется, что и в будущем деятельность этих фондов окажется столь же успешной. Однако не факт, что именно так и случится.

Выбор «5-звездочных» взаимных фондов ни в коей мере не является надежным способом выбора фонда, который принесет вам успех; «5-звездочные» рейтинги, как правило, недолговечны, особенно при значительном притоке новых инвестиций. В этом случае перед управляющим фонда возникает трудноразрешимая задача инвестирования этих средств, что обычно означает необходимость изменения стратегии инвестирования, а перемены в стратегии инвестирования вполне могут оказаться несовместимыми с «5-звездочным» рейтингом фонда.

Многие управляющие, добившиеся впечатляющих успехов в этом году, могут продемонстрировать весьма посредственные (если не хуже) результаты в следующем году. «У фондов, активно занимающихся своим бизнесом, успех — мимолетное явление», — говорит Джон Богль<sup>[7]</sup>, человек, которому принадлежит идея инвестирования в индексные фонды. Поддержание достижений на прежнем уровне является столь серьезной проблемой, что Комиссия по ценным бумагам и биржам в обязательном порядке требует, чтобы в каждом рекламном объявлении взаимных фондов четко указывалось, что *доходность в прошлом не является гарантией будущих результатов.*

## **НЕ СЛУШАЙТЕ ПЛОХИХ СОВЕТОВ**

Вы неминуемо столкнетесь с советниками по финансам, авторами информационных бюллетеней, блогерами и другими, кто будет подчеркивать свою высокую квалификацию в области инвестиций. Не рекомендую верить им. Каждый советник, заявляющий о своей высокой квалификации, не может иметь квалификацию выше средней.

В целом эти советники сами по себе являются рынком, а это означает, что после выплаты гонораров советникам, расходов на фонд и издержек на торговые операции клиенты этих советников должны демонстрировать результаты ниже рынка. По-другому быть не может.

В ходе парламентских слушаний (1998 г.) в связи с экономическим кризисом, вызванным крахом Long Term Capital Management, председатель совета управляющих Федеральной резервной системы США Алан Гринспен предостерегал от упования на любые новые концепции, обещающие превзойти рынок. Вот что заявил Гринспен, выступая перед членами Комитета по банковским и финансовым услугам палаты представителей США:

«В этом десятилетии появилось множество „светлых умов“, которые полагают, что им удалось изобрести систему, позволяющую стабильно извлекать сверхдоходы из финансовых рынков. Кое-кто из них даже добился временных успехов. Однако, несмотря на то что время от времени действительно могут складываться искаженные конфигурации рыночных цен, допускающие извлечение сверхдоходов, эти конфигурации оказываются весьма недолговечными.

В действительности же любые попытки извлечь выгоду из таких несоответствий в конечном счете приводят цены к лучшему взаимному соответствию и вскоре повторяются конкурентами, что еще больше сужает (и практически ликвидирует) любые возможности для извлечения сверхдоходов. Сколь бы изощренной ни была предлагаемая схема выполнения торговых операций, сверхдоходность удастся поддерживать лишь за счет повышенного риска\*».

\* «Private-Sector Refinancing of the Large Hedge Fund, Long Term Capital Management», testimony of Chairman Alan Greenspan before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, October 1, 1998.

Последняя фраза Гринспена достойна того, чтобы повторить ее еще раз: «Сколь бы изощренной ни была предлагаемая схема выполнения торговых операций, сверхдоходность удастся поддерживать лишь за счет повышенного риска». Сверхвысокая доходность инвестиций связана с повышенным риском. Это означает, что советники, блогеры, управляющие хедж-фондов и работники отделов доверительного управления банков не могут компенсировать свои издержки и превзойти рынок, не подвергая портфель значительному риску.

Даже Уоррен Баффет в начале своей карьеры сильно рисковал, делая крупные ставки на немногие инвестиции. Его выбор оказался

правильным. Если бы в 1960–1970-х гг. он не сделал крупные ставки буквально на несколько компаний, он не был бы так богат сегодня. Нужно ли брать пример с Уоррена Баффета? Существуют сотни тысяч последователей Уоррена Баффета, которые оказались гораздо менее удачливыми, чем их кумир. Возможно, многие из них хорошо разбирались в инвестировании, но им не повезло, и деньги у них закончились до того, как счастье могло им улыбнуться. Мы никогда не узнаем имен этих людей.

Если же исходить из того, что вы не столь прозорливы и подкованны, как Уоррен Баффет, то ваша инвестиционная стратегия должна быть иной. Не пытайтесь сорвать большой куш, сделав крупные ставки буквально на несколько инструментов. Вместо этого выберите подходящий вариант распределения активов и воспользуйтесь низкозатратными индексными фондами и биржевыми фондами, представляющими рынки, в которые вы инвестируете. Уоррен Баффет неоднократно заявлял во всеуслышание, что индексные фонды — лучший способ владения обыкновенными акциями для большинства частных инвесторов. Лично у меня нет оснований ему не верить.

## **ЧРЕЗВЫЧАЙНО ВАЖНОЕ, ХОТЯ И ЗАУРЯДНОЕ РЕШЕНИЕ**

Реализация эффективного распределения активов, основанного на ваших потребностях и воплощающего ваш план с помощью низкозатратных индексных и биржевых фондов, является понятной, весьма практичной и надежной долгосрочной инвестиционной стратегией. Правда, этот вариант можно охарактеризовать как слишком медленный и скучный. Выбрав подобную инвестиционную стратегию, вы лишите себя возможности хвастать сверхдоходами и рассказывать своим знакомым захватывающие истории о том, как вам удалось сказочно разбогатеть в результате лишь нескольких удачных операций с ценными бумагами. Более того, вам самому придется выслушивать друзей, родственников и знакомых, рассказывающих, как та или иная инвестиция принесла им солидные деньги и почему избранная вами стратегия не отвечает нынешней ситуации на рынке.

Эффективность инвестиций — это не то, что произошло на прошлой неделе, в прошлом месяце или в прошлом году.

Эффективность инвестиций — это то, что происходит на протяжении всей человеческой жизни. Стратегия распределения активов принесет вам наилучшие результаты, и именно за ней останется последнее слово. Не исключено, что со временем именно к вам станут приходить за советом по поводу инвестиций. При этом будет забавно просто улыбнуться, когда ваши бывшие оппоненты признают свои ошибки.

Не стоит играть с деньгами. Инвестирование в собственное будущее, а также в будущее своей семьи — очень серьезное занятие. Стратегия распределения активов, описанная в этой книге, может показаться не слишком эффективным решением, вызывающим восхищение буквально с первого взгляда. Но она хороша тем, что *реально работает*. Изучите ее основы, разработайте разумную инвестиционную политику, осуществите свой план, неукоснительно исполняйте его и получайте прибыль от своих инвестиций по мере ее появления. При использовании этого реалистичного и делового подхода к портфелю инвестиций вы с наибольшей вероятностью достигнете своих долгосрочных финансовых целей. Заурядное — не всегда плохое.

## **СО ВРЕМЕНЕМ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПРИОРИТЕТЫ МОГУТ МЕНЯТЬСЯ**

Ваша инвестиционная политика и распределение активов в портфеле станут уникальными. Они будут исходить из особенностей вашей ситуации, нынешних и будущих потребностей и способности придерживаться выбранного курса при ухудшении ситуации на рынке. Когда потребности изменяются, ваш вариант распределения активов также нуждается в корректировке. Отслеживание и корректировка являются важной составляющей этого процесса.

### **Анкетные ограничения**

Одним из способов решения задачи распределения активов является анкета-вопросник по рискам, которой так любят пользоваться брокеры и советники. На Уолл-стрит предпринимались серьезные попытки придать «товарный вид» процессу распределения активов и повысить таким образом производительность труда брокеров и советников. Вопросник по рискам — это побочный продукт таких попыток. В

зависимости от ответов на вопросы подобной анкеты ваш портфель попадет в ту или иную, заранее определенную «корзину инвестиций».

Такая анкета может дать некоторую полезную информацию, если вопросы в ней изложены грамотно, но в целом она не может являться ответом на задачи распределения активов в силу того, что вопросы в подобной анкете обычно относятся только к одной конкретной области: максимальному риску, который способно взять на себя то или иное лицо. Даже на один этот вопрос невозможно ответить с помощью соответствующей компьютерной модели самой по себе. Анкетный подход, по-видимому, больше годится для молодых инвесторов, имеющих гораздо больше общего между собой, чем людям 50 лет и старше. Таким более взрослым инвесторам требуется уделить гораздо больше внимания, чтобы составить подходящий план, отражающий их уникальную ситуацию.

При поиске максимальной устойчивости данного инвестора к риску одной лишь анкетой не обойтись. Здесь требуется глубокий самоанализ. На рынке «быков» мы, как правило, ведем себя смело, а это означает, что рынок «быков» — не лучшее время для определения нашей устойчивости к риску. Самоанализом нужно заниматься на рынке «медведей», когда мы не уверены в своем будущем.

### **Наши изменчивые потребности**

Когда финансовые потребности изменяются, так же меняется и отношение к инвестированию; соответственно, чтобы учесть перемены в своей жизни, приходится корректировать распределение активов своего портфеля. Ниже мы коснемся этих вопросов и корректировок, которые приходится осуществлять на протяжении всей жизни.

Начнем с молодых инвесторов и их инвестиционной стратегии.

У каждого из молодых инвесторов должен быть свой план сбережений. Учиться сберегать деньги в раннем возрасте важнее, чем учиться инвестировать. Молодой человек наверняка попытается экспериментировать с разными инвестиционными стратегиями — и в большинстве случаев потеряет деньги. Но когда же еще экспериментировать, как не в молодости! У молодых инвесторов есть важное преимущество — большой запас времени. Ошибки в таком

возрасте, как правило, не имеют фатального характера, поскольку молодые инвесторы оперируют сравнительно небольшими суммами, зато у них достаточно времени, чтобы компенсировать свои потери. Потерю в 5 тыс. долл. на инвестиции в 10 тыс. долл. в возрасте 25 лет гораздо легче перенести, чем потерю 500 тыс. долл. на миллионной инвестиции в 65 лет.

Со временем юношеские мечты постепенно сменяются суровыми реалиями среднего возраста. Человек совершает профессиональную карьеру, создает семью, а его повседневная жизнь становится гораздо более предсказуемой и превращается в рутину. К середине жизни у людей обычно складывается довольно четкое представление о возможностях своего карьерного роста и о вероятном уровне доходов в обозримом будущем. Впервые у человека возникает представление о том, какой может быть его жизнь на пенсии и какими должны быть сбережения и инвестиционный план, чтобы собственные представления о будущей жизни на пенсии не вошли в противоречие с суровой реальностью.

В предпенсионном возрасте инвесторы, как правило, достигают пика своих доходов и начинают активно готовиться к выходу на пенсию. Дети уже завершили (или завершают) образование и, возможно, уже определились со своей будущей профессиональной карьерой. В это время, как правило, люди переориентируют энергию на те стороны своей личной жизни, на которые они не обращали особого внимания, когда растили детей, и намереваются в ближайшем будущем заняться тем, что больше всего им по душе (для многих это означает работать поменьше или вообще не работать). К этому времени у людей уже должны быть накоплены достаточные пенсионные активы, чтобы можно было планировать реальную дату выхода на пенсию, причем текущее распределение активов должно быть пересмотрено и, возможно, скорректировано таким образом, чтобы можно было безболезненно и плавно перейти в следующую стадию своей жизни.

Все мы смертны. Портфели, как правило, меняются по мере взросления людей. Инвестиционные решения пожилого человека диктуются не в последнюю очередь и с приближением последней черты. Когда человек осознает, что имеющихся у него денег хватит до



конца жизни — и еще останется, он может инвестировать этот излишек в соответствии с потребностями и возрастом своих наследников. Как ни странно, это может означать, что его портфель станет более агрессивным, чем тот, которым он владеет в данный момент.

Распределение активов является центральным пунктом управления портфелем на всех фазах жизни инвестора. Более молодые инвесторы составляют распределение активов, руководствуясь соображениями, отличными от тех, которыми руководствуются более зрелые инвесторы, в силу особенностей своего возраста, однако это не означает, что молодые инвесторы обязательно отдают предпочтение более агрессивным вариантам распределения активов, чем зрелые вкладчики. Здесь все зависит от конкретной ситуации человека. Распределение активов отражает жизненные обстоятельства отдельно взятого инвестора. Каждой стадии жизни инвестора (и конкретным потребностям, связанным с этой стадией) соответствует свой вариант распределения активов. Ваша задача заключается в том, чтобы найти такой вариант распределения активов, который соответствует вашему возрасту и жизненным обстоятельствам.

## **КАК РАБОТАЕТ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ**

Классы активов представляют собой широкие категории инвестиционных инструментов, такие как акции, облигации, недвижимость, товары и фонды денежных рынков. Каждый класс активов можно разделить на подкатегории. Например, акции можно разделить на акции американских и зарубежных компаний. Облигации можно разделить на налогооблагаемые и не облагаемые налогами. Инвестиции в недвижимость можно разделить на жилую недвижимость, в которой проживает ее владелец, жилую недвижимость, которая сдается в аренду, и нежилую (коммерческую) недвижимость.

Эти подкатегории можно, в свою очередь, разделить по стилям и секторам инвестирования. Примером классификации по стилю инвестирования могут быть акции роста<sup>[8]</sup> и акции стоимости<sup>[9]</sup>, крупные и мелкие пакеты акций, а также облигации инвестиционного класса и облигации неинвестиционного класса. Сектора могут быть

разных типов. Акции можно классифицировать по секторам промышленности, например акции промышленных, технологических компаний, банков и т. п. Их можно также классифицировать по географическому принципу, например акции компаний стран Азиатско-Тихоокеанского региона и акции европейских компаний. Облигации можно классифицировать по их эмитентам, например ипотечные, корпоративные облигации и казначейские облигации. Хорошо диверсифицированный портфель может включать несколько классов, категорий, стилей и секторов активов.

Грамотные инвесторы изучают все классы активов и разные их компоненты, стремясь уяснить различия между ними. Они оценивают долгосрочный риск и доходность и выясняют, как доходность по одному классу активов может меняться по отношению к другим классам. Затем они взвешивают преимущества и недостатки включения в свой портфель каждого из инструментов.

Налоговая эффективность также может быть важным фактором, если соответствующий инструмент учитывается на налогооблагаемом счете. Инвесторы должны понимать, какие активы в зависимости от их класса, стиля инвестирования в них и сектора лучше помещать на счет с налоговыми льготами (например, пенсионный счет), а какие больше подходят для налогооблагаемых счетов.

Распределение активов является краеугольным камнем разумного инвестиционного плана и представляет собой самое важное решение, которое придется сделать инвестору в отношении своего портфеля. После того как вы освоите основы распределения активов и проанализируете всевозможные стили и сектора по каждому их классу, наступает момент выбора наилучших инструментов, которые будут представлять эти классы активов. После завершения выбора конкретных инструментов вашу инвестиционную политику можно применять на практике.

## **К ДИСКУССИИ ПОДКЛЮЧАЮТСЯ УЧЕНЫЕ**

Некоторые критики ставят под сомнение разумность долгосрочной стратегии распределения активов. Они утверждают, что инвесторы не должны оставаться в стороне от того, что происходит на рынках

каждый день, и вносить соответствующие поправки в распределение активов. Ученые не согласны с этим.

В выпуске журнала *Financial Analysts Journal* за январь/февраль 2000 г. Роджер Ибботсон, профессор финансов Йельского университета и председатель совета директоров Ibbotson Associates, а также Пол Каплан, вице-президент и главный экономист Ibbotson Associates, опубликовали результаты своего важнейшего исследования. Статья называлась «Объясняет ли политика распределения активов 40, 90 или 100%-ную доходность портфеля?»<sup>[10]</sup> Это исследование было проведено с целью получения ответа на вопрос, вызывающий острую полемику: может ли доходность портфеля определяться распределением активов портфеля или умением управляющего правильно выбрать акции и облигации? Исследование убедительно доказало, что свыше 90% долгосрочной изменчивости доходности портфеля обусловлено именно распределением активов этого портфеля. Лишь малая часть этой изменчивости обуславливается умением управляющего правильно выбирать моменты времени для совершения операций на рынке или выбором конкретных ценных бумаг.

Отчет Ибботсона – Каплана базируется на результатах двух других исследований, авторами которых являются Гэри Бринсон, Рэндолф Худ и Джилберт Бибауэр, изучавшие тот же вопрос 15 годами ранее. В 1986 г. Бринсон, Худ и Бибауэр проанализировали доходность 91 крупного американского пенсионного плана за период 1974–1983 гг.<sup>[11]</sup> В то время они пришли к выводу, что распределение активов в значительной мере обуславливает доходность портфеля. В 1991 г. Бринсон, Бибауэр и Брайан Сингер опубликовали продолжение первого исследования, которое, по сути, подтвердило результаты, изложенные в их первой статье: свыше 90% характеристик долгосрочной доходности и уровня риска портфеля определяются распределением активов этого портфеля<sup>[12]</sup>. Результаты исследований также были опубликованы в журнале *Financial Analysts Journal*.

Существует множество свидетельств, указывающих на то, что значительная доля доходности портфеля определяется долгосрочным процентом денег, вложенных инвестором в акции, облигации,

недвижимость, фонды денежных рынков и другие классы активов. Книга «Всё о распределении активов» была написана мною в помощь принятия правильного решения относительно этих важнейших 90%, а именно: какие доли содержимого портфеля должны быть распределены между различными классами, стилями инвестирования и секторами активов.

Ученые выполнили большую и важную работу по количественной оценке пользы распределения активов. По этому вопросу опубликованы буквально сотни статей, в каждой из которых вы найдете предостаточно формул, уравнений, аббревиатур и специальной терминологии. Некоторые из этих терминов и формул я использую в своей книге — использую так, чтобы они были как можно более понятны читателям. Соответствующие понятия объясняются по мере их появления. В конце книги помещен глоссарий на тот случай, если вам встретится какой-либо непонятный или неизвестный термин.

## **ВЫБОР ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**

Создание надлежащего портфеля представляет собой поэтапный процесс: во-первых, инвестор должен выбрать такой комплекс распределения активов, который в наибольшей степени отвечал бы потребностям данного инвестора, и во-вторых, выбрать отдельные инструменты, которые наилучшим образом представляли бы данные классы активов.

Выбор инвестиций, которые представляли бы определенные классы активов, занимает очень много времени, поскольку выбирать приходится буквально из тысяч возможных инструментов. В этой книге я пытаюсь облегчить читателям задачу выбора инвестиционных инструментов. Вообще говоря, вам нужно выбрать инструменты, классы активов которых представлены достаточно широко и за которые не придется платить слишком дорого. Для этой цели лучше всего подходят взаимные индексные фонды и ETF. Они обеспечивают широкую диверсификацию в каждом классе активов при разумных затратах. Однако при инвестировании в фонды нужно проявить большую осторожность. Среди индексных фондов и ETF существуют значительные различия в их стоимости и стратегии инвестирования в них. Управление двумя фондами может быть практически одинаковым,

но разница в ваших затратах может оказаться очень большой. А в каком-нибудь другом фонде вам скажут, что они отслеживают фондовый индекс, но этот индекс не является традиционной рыночной базой для сравнения и не меняется в зависимости от изменения ситуации на рынках.

Еще одним фактором, который следует учитывать при выборе подходящего фонда, является способ управления фондом. Можно выбрать какой-либо пассивный фонд, в котором управляющий пытается достичь уровня доходности того или иного «эталонного» индекса на каком-либо рынке, или активно управляемый фонд, в котором управляющий пытается превзойти какой-либо определенный рынок. Лично я не являюсь сторонником использования активно управляемых фондов. В среднем активно управляемые фонды — гораздо более дорогое удовольствие, чем пассивные фонды, а управляющие первых лишь в редких случаях обладают достаточной квалификацией, чтобы компенсировать взимаемые сборы и комиссионные.

Важно также отметить, что данные, источником которых являются рыночные индексы, служат основой для изучения и разработки стратегий распределения активов. Вот почему индексные и биржевые фонды, которые отслеживают эти «эталонные» индексы, так хорошо подходят для портфеля. Их низкая стоимость, широкая диверсификация, малая погрешность отслеживания рынков и высокая налоговая эффективность делают эти индексные фонды и ETF идеальным вариантом для любой стратегии распределения активов. На рынке сегодня имеется большое (и постоянно возрастающее) количество индексных и биржевых фондов, отслеживающих разнообразные классы, стили и сектора активов (о некоторых фондах рассказывается в конце каждой главы в части II).

## **НЕ ПЕРЕУСЕРДСТВУЙТЕ С АНАЛИЗОМ**

Информация, представленная в этой книге, заставит вас серьезно задуматься о том, как оптимизировать распределение активов в соответствии с вашими потребностями. Именно в этом и заключается моя цель как автора данной книги. Вам понадобится какое-то время, чтобы подумать над тем, как работает эта стратегия, прежде чем вы

приступите к формированию собственного портфеля и практической реализации своего плана. Как бы то ни было, наступит момент, когда вы должны будете завершить свою работу и воплотить свои решения в жизнь.

Вообще говоря, многие инвесторы склонны к чрезмерному анализу рыночных данных в стремлении найти идеальный вариант распределения активов. Так поступать не следует. О том, насколько близким к идеальному оказалось то или иное распределение активов, можно судить только задним числом. В момент выбора вами подходящего распределения активов вы не можете судить, насколько оно идеально. Таким образом, стремление найти идеальный план неминуемо превращается в бесконечный процесс. В какой-то момент вы впадете в «аналитический паралич», так и не добившись требуемого результата. Прусский генерал Карл фон Клаузевиц<sup>[13]</sup> однажды сказал: «Самым страшным врагом хорошего плана является стремление к идеальному плану».

Вы никогда не сможете знать *все* о каждом классе, стиле и секторе активов. Даже если вы будете располагать исчерпывающей информацией о классах активов и о том, как они работают во взаимодействии, вы все же не сможете знать наверняка того, как данный портфель поведет себя в будущем. Вы можете лишь сформировать портфель, имеющий высокую вероятность успеха, воплотить этот портфель в жизнь таким, каков он есть, и сопровождать его. Нет портфеля, который *гарантировал* бы успех, но план, не воплощенный в жизнь, наверняка не принесет вам успеха.

Не пожалейте времени на то, чтобы составить разумный инвестиционный план, отвечающий вашим потребностям, реализуйте этот план на практике и приступайте к его сопровождению. Ввести хороший план в действие уже сегодня гораздо лучше, чем заниматься бесконечными поисками «идеального» плана, о котором, увы, нельзя заранее сказать с уверенностью, что он действительно идеален.

## **ВЫВОДЫ**

Успешное инвестирование невозможно без разработки, практической реализации и сопровождения долгосрочной инвестиционной стратегии, базирующейся на ваших уникальных потребностях.

Распределение активов является центральной частью этого плана. Оно определяет большую часть риска и будущую доходность вашего портфеля. Такая стратегия переносит «фокусную точку» инвестирования с попыток выбрать самые выгодные инструменты на диверсификацию, то есть на использование множества разнообразных инструментов в любой данный момент времени.

Никто не знает, что случится на финансовых рынках на следующей неделе, в следующем месяце или в следующем году. Тем не менее нам приходится инвестировать в будущее. Распределение активов позволяет решить проблему, с которой сталкиваются все инвесторы, а именно: как управлять инвестициями, не зная наверняка, как могут развиваться события в будущем. Распределение активов избавляет от необходимости прогнозировать направление движения финансовых рынков в ближайшем будущем и устраняет риск оказаться на «неподходящем» рынке в «неподходящее» время. Кроме того, оно избавляет от риска использования неудачных советов со стороны других людей.

В нашем распоряжении имеется лишь конечный запас времени, чтобы сформировать портфель, который поддержит нас в пенсионном возрасте, и на пути к достижению этой цели мы не можем позволить себе ошибаться на каждом шагу. Вряд ли вы хотите стать одним из тех неудачников, о которых пишут в газетах, что они потеряли все свои пенсионные сбережения, приняв на себя чрезмерный риск или последовав совету недобросовестного (или неквалифицированного) консультанта. Составьте хороший план распределения активов, осуществите его на практике, придерживайтесь его и вносите в него коррективы по мере изменения своих потребностей. Распределение активов не назовешь слишком захватывающей и увлекательной инвестиционной стратегией, но когда вам нужно заработать себе на жизнь, какое-нибудь заурядное дело может оказаться вполне доходным.

## ГЛАВА 2

---

# Что такое инвестиционный риск

### КЛЮЧЕВЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

- Доходность инвестиций напрямую связана с инвестиционным риском.
- Безрисковых инвестиций (после уплаты налогов и с учетом поправки на инфляцию) не бывает вообще.
- Специалисты-практики рассматривают риск как волатильность цен инвестиционных инструментов.
- Рядовые инвесторы рассматривают риск как потерю денег.

Одна из старейших аксиом Уолл-стрит гласит, что *бесплатных обедов не бывает*. Невозможно получить что-либо, не уплатив за это соответствующую цену. Инвесторы, не готовые принять на себя определенный риск, не могут рассчитывать на получение какого-либо дохода (с учетом поправки на инфляцию и после уплаты налогов). К сожалению, «принять на себя инвестиционный риск» означает также, что время от времени вы можете (и наверняка будете) терять какие-то деньги. Избежать этого просто невозможно. *Бесплатных обедов не бывает*. Эта взаимосвязь между риском и доходностью в бизнесе является одним из немногих экономических законов, которые прошли самую надежную проверку — проверку временем. Если кто-то пытается уверять вас в обратном, значит, вы имеете дело либо с наивным человеком, либо с шарлатаном.

Существует непосредственная взаимосвязь между степенью риска и *ожидаемой* доходностью на инвестицию. Люди рассчитывают получить доход с инвестиций в акции и облигации, поскольку они принимают на себя определенный риск. На акции выплачиваются определенные дивиденды из прибыли компании-эмитента, по облигациям — определенные проценты, а за аренду недвижимости — определенные арендные платежи; однако эти доходные потоки не являются фиксированными. Чем выше неопределенность, что какой-то



доход материализуется, тем выше должна быть ожидаемая доходность на данную инвестицию. Инвестиции с меньшим риском неполучения дохода имеют более низкую ожидаемую доходность.

Изменение ощущаемого риска, связанного с той или иной инвестицией, корректируется рыночной ценой. При прочих равных условиях, когда риск повышается — цены снижаются, а когда риск снижается — цены повышаются. Если известны будущие денежные потоки какой-либо инвестиции (например, облигаций), то инвесторы, совершающие покупки по более низким ценам, рассчитывают получить более высокую доходность, поскольку риск неполучения такого денежного потока оказывается в тот момент более высоким, а инвесторы, которые совершают покупки по более высоким ценам, рассчитывают получить меньшую доходность, поскольку ощущаемый риск в тот момент ниже. В случае с облигациями этими рисками являются инфляция, рост процентных ставок, налоги и возможность дефолта эмитента данных облигаций.

Риск по портфелю полностью не устранить, но возможно частично контролировать посредством стратегии распределения активов. Сочетание в одном портфеле разных видов инвестиционных инструментов (каждый со своими собственными, уникальными характеристиками риска и доходности) создает в нем уникальный баланс риска и доходности. Это подобно тому, как люди пекут хлеб из муки, дрожжей и воды. Итоговый продукт обладает характеристиками, отличными от характеристик ингредиентов.

Разумно сформированный портфель снижает совокупный риск за счет диверсификации, а это в конечном счете позволяет получить от данного портфеля прибыль, причем более высокую, чем средневзвешенная доходность отдельных инструментов в этом портфеле. Феномен снижения риска наблюдается не каждый год, но на протяжении нескольких лет он дает о себе знать при условии, что вы — дисциплинированный инвестор. После того как вы уясните механизм распределения активов и соберете информацию по разным типам инвестиций, вы будете готовы сформировать портфель, характеризующийся определенной величиной ожидаемой доходности и уровнем риска, отвечающим вашим возможностям и потребностям.

## МИФИЧЕСКАЯ БЕЗРИСКОВАЯ ИНВЕСТИЦИЯ

Инвестицией с самым низким риском на американских финансовых рынках является казначейский вексель США (T-bill) — гарантированный государством инструмент, имеющий срок погашения не менее одного года. Казначейские векселя продаются со скидкой от своей номинальной стоимости, а процент по ним не выплачивается вплоть до момента погашения. Доход инвестора равняется разнице между ценой покупки подобного векселя и его номинальной стоимостью, выплачиваемой при погашении.

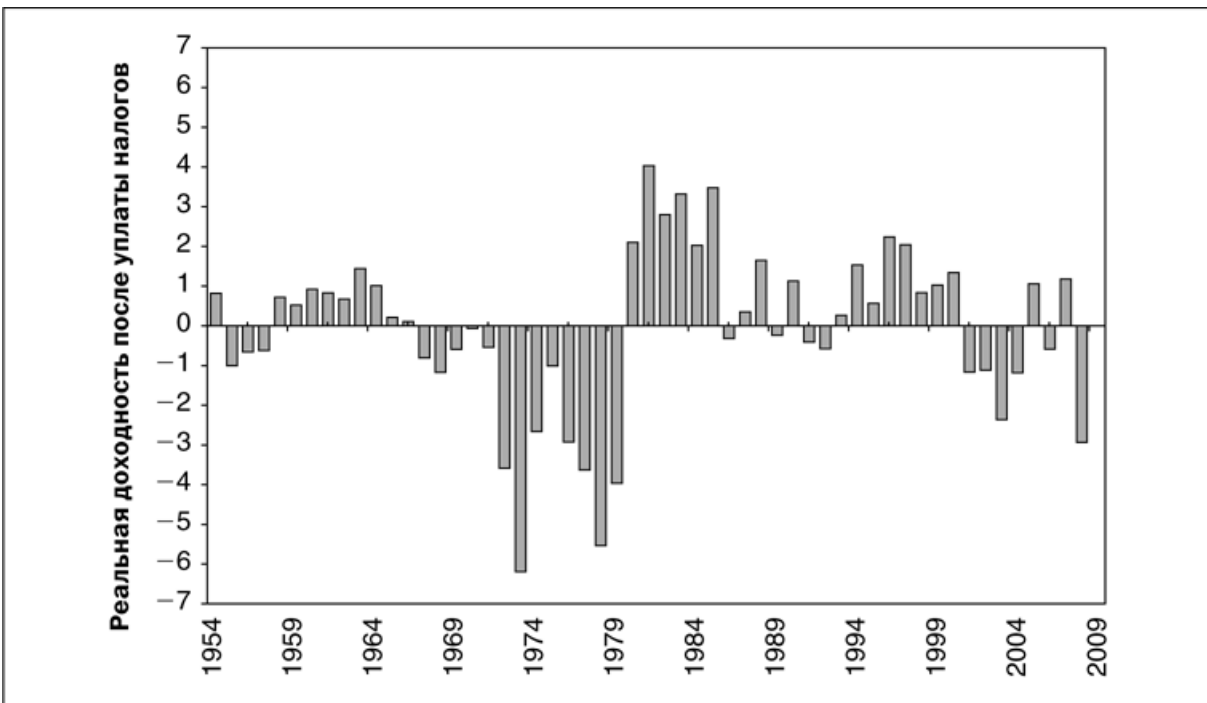
Казначейство США выпускает свои векселя еженедельно, а процентная ставка устанавливается посредством аукционной системы. Текущая ставка процента по казначейскому векселю вполне соответствует проценту, который будет получен инвестором в каком-либо из фондов денежного рынка, регулярно покупающих такого рода векселя.

В финансовом мире казначейские векселя часто называют «безрисковыми» инвестициями из-за достаточно короткого срока их погашения и дохода, гарантируемого государством. Однако определение *безрисковые* в данном случае является не вполне уместным. Казначейские векселя действительно обеспечивают инвестору надежную положительную доходность, но эта доходность подвержена «коррозии», вызываемой налогами и инфляцией.

### РИСУНОК 2.1

---

Величины годовой доходности казначейских векселей после уплаты налогов и с учетом инфляции



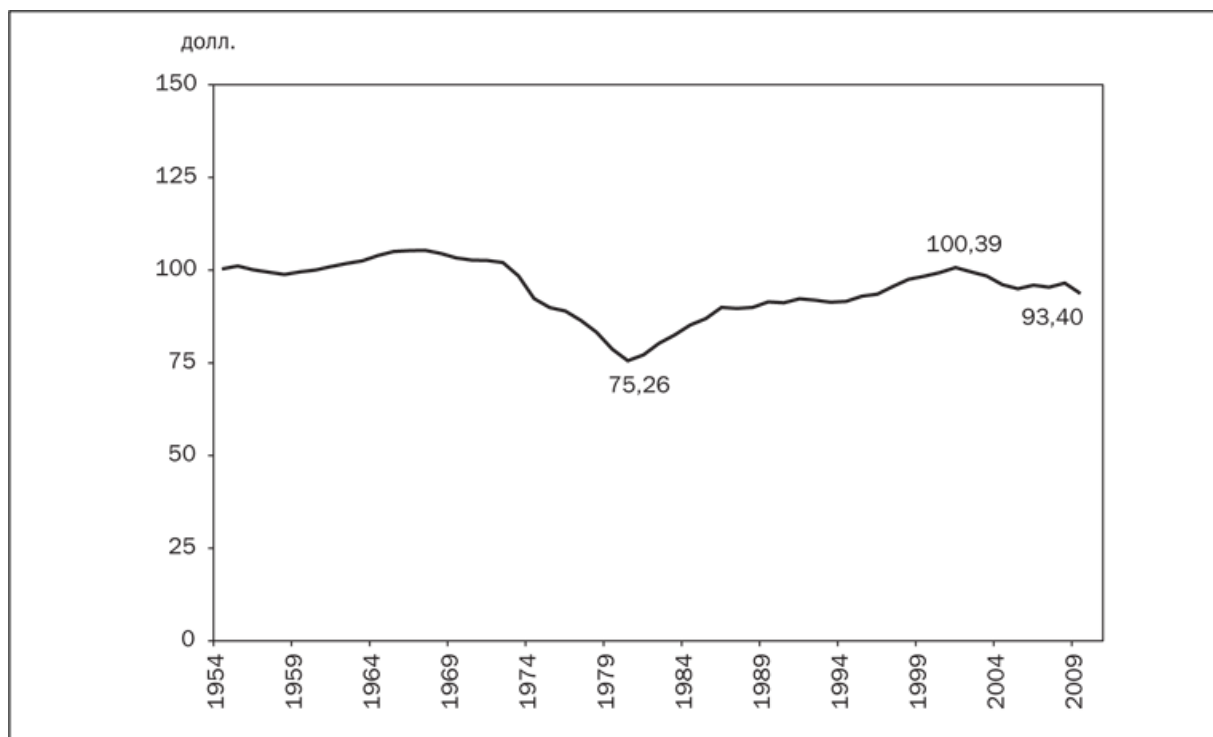
На *рис. 2.1* представлено изменение доходности казначейских векселей (минус 25%-ный подоходный налог и ставка инфляции) от года к году. Как видно из данного графика, многие годы доходность казначейских векселей не поспевала за инфляцией (после уплаты налога). Инвесторы, вложившие свои деньги в казначейские векселя и фонды денежного рынка, утрачивали покупательную способность в годы, когда столбики (см. *рис. 2.1*) опускались ниже нулевой отметки. В такие годы на деньги, инвестированные в казначейские векселя, можно было приобрести меньше продуктов, чем годом ранее.

Налоги ложатся тяжелым бременем на доходность казначейских векселей. Безрисковая доходность казначейских векселей может вполне оказаться отрицательной после внесения поправки на инфляцию и величину вычетов в виде федеральных подоходных налогов. Например, номинальная доходность векселей в 2007 г. составляла 4,7%. Доходность после уплаты налогов — уже 3,5% (при условии, что инвестор выплачивает 25%-ный подоходный налог). Однако в том же году инфляция составила 4,1%, а это означает, что инвесторы, владевшие казначейскими векселями, потеряли 0,6% своей покупательной способности. Для инвесторов, выплачивающих более высокий подоходный налог, эта потеря оказалась бы еще большей.

На *рис. 2.2* представлены накопленные годовые доходы (после уплаты налогов и с учетом инфляции) от 100 долл., которые постоянно реинвестировались в 30-дневные казначейские векселя начиная с 1955 г. При построении данного графика предполагалось, что каждый год с этого дохода уплачивался 25%-ный федеральный подоходный налог. Самое большое падение этого графика приходится на 1980 г. Начальная сумма инвестиции в 100 долл. снизилась до 75,26 долл. Для восстановления этой начальной стоимости понадобился 21 год, и в 2001 г. стоимость инвестиции достигла 100,39 долл. Затем эта величина снова начала снижаться, достигнув 93,40 долл. к концу 2009 г. Если проанализировать график, то выходит, что свыше 30 лет американцы платили государству за то, что оно одолжило у них деньги!

### РИСУНОК 2.2

Кумулятивная доходность 30-дневных казначейских векселей после уплаты налогов и с учетом инфляции (при условии, что инвестор выплачивает 25%-ный подоходный налог) с 31 декабря 1954 г.



Есть пара казначейских инвестиций, защищенных от разрушительного влияния инфляции — но не налогов. Казначейские ценные бумаги, защищенные от инфляции (TIPS, Treasury Inflation-Protected Securities), и I-облигации представляют собой казначейские ценные бумаги, которые защищают основную сумму инвестиции и процент от роста инфляции. Стоимость погашения этих облигаций увеличивается прямо пропорционально росту уровня инфляции. Процент, выплачиваемый за этот период, также повышается прямо пропорционально росту уровня инфляции.

Кое-кто утверждает, что TIPS лучше представляют безрисковую доходность, чем казначейские векселя, поскольку в TIPS исключен фактор инфляции. Однако TIPS присущи свои собственные риски. Во-первых, TIPS — это публично торгуемые (находящиеся в свободном обращении) ценные бумаги, а потому их стоимость меняется в зависимости от изменения процентных ставок. Индекс TIPS от Barclays Capital снизился в 2008 г. на 2,4%, тогда как индекс потребительских цен (CPI), отражающий инфляцию, повысился на 0,1%. Во-вторых, и TIPS, и I-облигации подлежат обложению налогом. Как процентные выплаты, так и доход от поправки на инфляцию в конечном счете облагаются налогом как обычный процентный доход (дополнительную информацию о ценных бумагах с защитой от инфляции можно найти в главе 8).

Безрисковое инвестирование — миф! Такого просто-напросто не бывает. Если бы безрисковое инвестирование существовало, оно должно было иметь гарантии федерального правительства, стабильные цены и защиту от инфляции, а процентный доход не должен был облагаться какими бы то ни было подоходными налогами на уровне города, штата или на федеральном уровне. С учетом сказанного, если какая-либо облигация обеспечена правительством, то она должна неизменно иметь рейтинг AAA, что само по себе является риском. Таких инструментов не существует — по крайней мере не существовало на момент написания этой книги.

## **ОПРЕДЕЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО РИСКА**

Существует много определений инвестиционного риска в зависимости от того, кто вы и что именно измеряете. Риск может заключаться в

волатильности цен, в потере какой-либо части инвестированного капитала, в потере в связи с инфляцией или в необходимости уплаты налогов, в недостижении долгосрочных финансовых целей инвестора.

Ученые часто определяют риск как волатильность цены или доходности за определенный период времени. Волатильность можно измерить разными способами и на протяжении разных периодов. Можно использовать максимальные или минимальные значения цены или цены закрытия (в момент окончания биржевых торгов). Волатильность можно измерять ежедневно, еженедельно, ежемесячно или ежегодно. Высокая волатильность означает непредсказуемость доходности на инвестиции, тогда как низкая волатильность означает большую предсказуемость доходности на инвестиции. Ежегодно измеряемый показатель волатильности доходности чаще всего используется для сравнения рисков, связанных с теми или иными классами активов.

Мое представление о волатильности цен несколько отличается от представлений ученых. По моему мнению, волатильность цены и доходности не определяет риск. Скорее, они являются производными какого-то другого фактора риска: в случае с акциями волатильность цен базируется на неустойчивых ожиданиях роста дивидендов и прибыли на акцию; в случае с облигациями волатильность цен обуславливается неустойчивыми ожиданиями, касающимися будущей инфляции и процентных ставок; в случае с товарами волатильность цен обуславливается изменениями на кривой спроса/предложения.

Сама по себе волатильность цены не является частью потока доходов, связанного с той или иной инвестицией, и инвесторам не следует рассчитывать на сверхдоходность просто потому, что некому инструменту присуща волатильность цены (например, волатильность цены товаров практически такая же, как волатильность цены акций). Однако на товары процент не выплачивается; товары не имеют доходности, и по ним не выплачиваются дивиденды. Следовательно, ожидаемая доходность на товары ниже, чем ожидаемая доходность на акции, несмотря на то что волатильность их цен практически одинакова.

Владельцы пенсионных счетов в доверительном управлении обычно рассматривают риск как неуверенность в том, что

обязательства перед ними по выплате их трудовой пенсии будут выполнены в будущем. Пенсионные планы с фиксированными (оговоренными) выплатами управляются таким образом, чтобы будущие выплаты пенсионерам соответствовали будущей ожидаемой стоимости данного пенсионного фонда. Актуарное допущение пенсионных обязательств сравнивается с прогнозной плановой стоимостью, базирующейся на оценке прибыли на активы и будущие вклады. Если прогнозная плановая стоимость совпадает с обязательством, то соответствующий план считается полностью профинансированным, и со стороны работодателя не требуется никаких дополнительных вкладов. Однако если прогнозная стоимость оказывается меньшей, чем обязательства по данному плану, то возникает недофинансированное обязательство, что представляет определенный финансовый риск. Недофинансированное пенсионное обязательство означает, что работодателю придется выделить больше ресурсов для данного плана, чтобы поддержать его платежеспособность, а это может создать финансовые трудности для работодателя.

Управляющие взаимных фондов рассматривают риск как меньшую эффективность их фонда в сравнении с эффективностью других фондов, имеющих ту же цель инвестирования. Если управляющий какого-либо крупного фонда акций роста работает хуже по сравнению с менеджерами других крупных фондов акций роста, то этот фонд потеряет активы, когда инвесторы погасят свои паи, не говоря уж о том, что сам управляющий, скорее всего, потеряет работу.

В отличие от ученых, владельцев пенсионных счетов в доверительном управлении и управляющих капиталом индивидуальные инвесторы определяют риск как потерю денег, что является более прямым путем. Ничто не привлекает внимание людей быстрее, чем начало падения стоимости их портфеля. Неважно, что в течение нескольких последних лет данный инвестор получал неплохие доходы, — важно лишь то, что происходит здесь и сейчас.

Рассмотрим ситуацию 1987 г. Именно тогда случился крах фондового рынка. Какой была доходность рынка в том году? До сентября 1987 г. включительно индекс S&P 500 вырос примерно на 36%, а затем рухнул. В пятницу, 16 октября, акции неожиданно упали

на 9%. В следующий понедельник, 19 октября (получивший название «черный понедельник») цены снизились еще на 23%. Среди инвесторов началась паника. Однако, несмотря на октябрьский коллапс, рынок к концу месяца все еще оставался в положительной зоне, а к концу года индекс S&P 500 вырос на вполне приличные 5,1%. Никто из инвесторов, в течение всего 1987 г. державших деньги в диверсифицированном портфеле акций, не потерял свои средства. Однако в памяти большинства американцев осталось совсем другое, а именно неприятные чувства, которые они испытывали, теряя деньги в «черный понедельник».

Каждый желает получать хорошую доходность на свои инвестиции (с учетом инфляции и после уплаты налогов). Это повлечет за собой риски и, вероятно, периодические убытки. Все широко диверсифицированные портфели, представленные в этой книге, заключают в себе определенный риск, и время от времени их стоимость будет снижаться. Было бы неплохо знать, когда будут иметь место эти убытки, чтобы можно было заблаговременно избавиться от соответствующих активов, но знать это невозможно. Невозможно из раза в раз точно прогнозировать взлеты и падения рынков. Если кто-нибудь станет уверять вас, что нашел ключ к рынкам, значит, вы имеете дело либо с наивным человеком, либо с мошенником, который пытается выманить у вас деньги. В любом случае постарайтесь расстаться с этим человеком как можно скорее.

На Уолл-стрит «бесплатных обедов не бывает», а стратегии распределения активов, рассматриваемые в этой книге, также не гарантируют вам безмятежной жизни. Разумное распределение активов может снизить вероятность большого убытка и, возможно, частоту «периодов потерь», но оно отнюдь не является панацеей, которая поможет вам полностью избавиться от риска по портфелю. Наверняка будет наступать время, когда стоимость вашего портфеля будет снижаться. Секрет успеха с любой стратегией распределения активов заключается в том, чтобы выбранный вами портфель соответствовал вашим потребностям, избавлял вас от лишних затрат и контролировал риск таким образом, чтобы вы не впадали в панику в связи с утратами, которые время от времени вас будут достигать.



## **КРУПНЫЙ РИСК В ЖИЗНИ КАЖДОГО ИНВЕСТОРА**

Самое практичное определение риска дадут вам менеджеры пенсионных фондов. Они скажут, что риск заключается в нехватке денег для оплаты будущих пенсионных обязательств. Такое определение риска вполне подходит и для индивидуальных инвесторов. С точки зрения пенсионера, нехватка денег — настоящий кошмар. Его воображение рисует прозябание в ужасном жилье, когда рассчитывать приходится лишь на государственное пособие или, хуже того, на благотворительность со стороны родственников.

Каждый из нас пытается накопить деньги, руководствуясь теми или иными соображениями. Накапливаемые активы можно использовать для оплаты будущих обязательств, таких как затраты на жизнь во время пребывания на пенсии, для оплаты жилья и образования детей, для взносов на благотворительные нужды или для сколачивания состояния, которое можно было бы передать наследникам.

Финансирование будущих обязательств является конечной целью любого инвестиционного портфеля. Жизнь на пенсии — хороший пример долгосрочных потребностей в денежном потоке. Если нам удастся накопить необходимую сумму, пока мы работаем, и получать достаточно высокую доходность на свои активы в течение всей жизни, тогда наш ежегодный пенсионный доход должен равняться ежегодному оттоку наших пенсионных средств или превосходить его.

Существует некая минимальная сумма (в денежном выражении), которая требуется каждому человеку для удовлетворения его будущих потребностей. Эту сумму можно представлять себе как свое собственное личное финансовое обязательство. Наш риск заключается в том, что нам вряд ли удастся накопить достаточно активов для покрытия этого обязательства. Нам желательно знать величину этой суммы или, по крайней мере, сделать достаточно обоснованное предположение относительно ее величины, чтобы работать над ее накоплением.

Сумма, которая вам понадобится, — это не та сумма, которая даст почувствовать себя в безопасности; это сумма, которая вам действительно необходима для оплаты счетов и ведения нормального образа жизни. Слишком часто люди завышают сумму, которая, по их

мнению, обеспечит им финансовую безопасность; в результате они принимают на себя слишком высокий инвестиционный риск, что может привести к нежелательному исходу, если величина риска окажется непосильной для данного человека, поскольку она может обусловить неправильные решения в периоды, когда на рынке складывается неблагоприятная ситуация.

Определить, сколько именно вам понадобится, чтобы обеспечить себе финансовую безопасность, не так уж сложно. Эта сумма базируется на сочетании ряда факторов, таких как возраст, состояние здоровья, привычные жизненные стандарты (привычный образ жизни), выплачиваемые налоги, пенсионный доход, льготы системы социального обеспечения, инвестиционный доход и некоторые другие. Если вам кажется, что подобные подсчеты займут много времени, то вы должны учесть, что детальный анализ выполняется лишь единожды (подробнее об этих вычислениях рассказывается в главе 12).

## **ВОЛАТИЛЬНОСТЬ КАК РИСК**

Потеря денег — лишь одно из определений риска. Еще одно определение риска — неспособность оплачивать будущие потребности. Оба этих финансовых риска можно контролировать, если у вас имеется четкое понимание их источников. Для этого нам нужно обсудить такое явление, как волатильность.

Как указывалось выше в данной главе, колебания стоимости ваших инвестиций являются тем определением риска, которым пользуется большинство ученых и исследователей. Волатильность можно измерять на любом интервале времени: за минуту, день, неделю, месяц или год (годы). Уже несколько десятилетий месячная волатильность больше всего привлекает внимание индивидуальных инвесторов. Это объясняется тем, что наши брокерские фирмы присылают нам именно месячные отчеты, а в брокерском счете мы в первую очередь обращаем внимание на фактические прибыли и убытки.

Не беру на себя смелость судить, хорошо это или плохо, но в наши дни люди проверяют остаток на своих счетах гораздо чаще, чем в прежние времена. Возможно, это объясняется тем, что благодаря интернету мы обладаем практически мгновенным доступом к соответствующей информации; более того, когда состояние счета

меняется, обновленную информацию мы можем получать практически тотчас же на свои мобильные телефоны или смартфоны. Лично я не уверен, что это так уж хорошо, поскольку это делает людей чересчур «близорукими». Но ситуация складывается именно так, как она складывается. Я сам грешу этим! К сожалению, чем чаще люди знакомятся с состоянием своего счета в периоды «медвежьего» рынка, тем больше они склонны совершать поступки, которые не отвечают их долгосрочным финансовым интересам.

Волатильность измеряется в единицах стандартного отклонения: чем больше изменение стоимости, тем выше стандартное отклонение. Стандартное отклонение, обозначаемое греческой буквой  $\sigma$  (сигма), измеряет среднюю величину расхождения данных со средним значением этих данных. Допустим, например, что средняя годовая доходность некой инвестиции составляет 5%, а годовое стандартное отклонение доходности этой инвестиции равняется 10%. Это означает, что среднегодовое отклонение от 5% составляет 10%. Иногда оно оказывается большим, иногда — меньшим, но в среднем оно равняется 10%. При «нормальном распределении» годовой доходности во времени вероятность того, что годовая доходность окажется в интервале между  $-5\%$  и  $+15\%$ , равняется 68%. Эта концепция представлена на *рис. 2.3*.

### **РИСУНОК 2.3**

---

Нормальное распределение



Стандартное отклонение доходности различных классов активов не является статичной величиной. Бывают времена, когда доходность одних классов активов оказывается более волатильной, чем доходность других. На *рис. 2.4* представлено скользящее стандартное отклонение доходности разных классов активов (за 5-летние периоды). В течение всего этого времени акции компаний малой капитализации характеризуются самым высоким стандартным отклонением, затем следуют акции компаний высокой капитализации, долгосрочные корпоративные облигации и казначейские векселя.

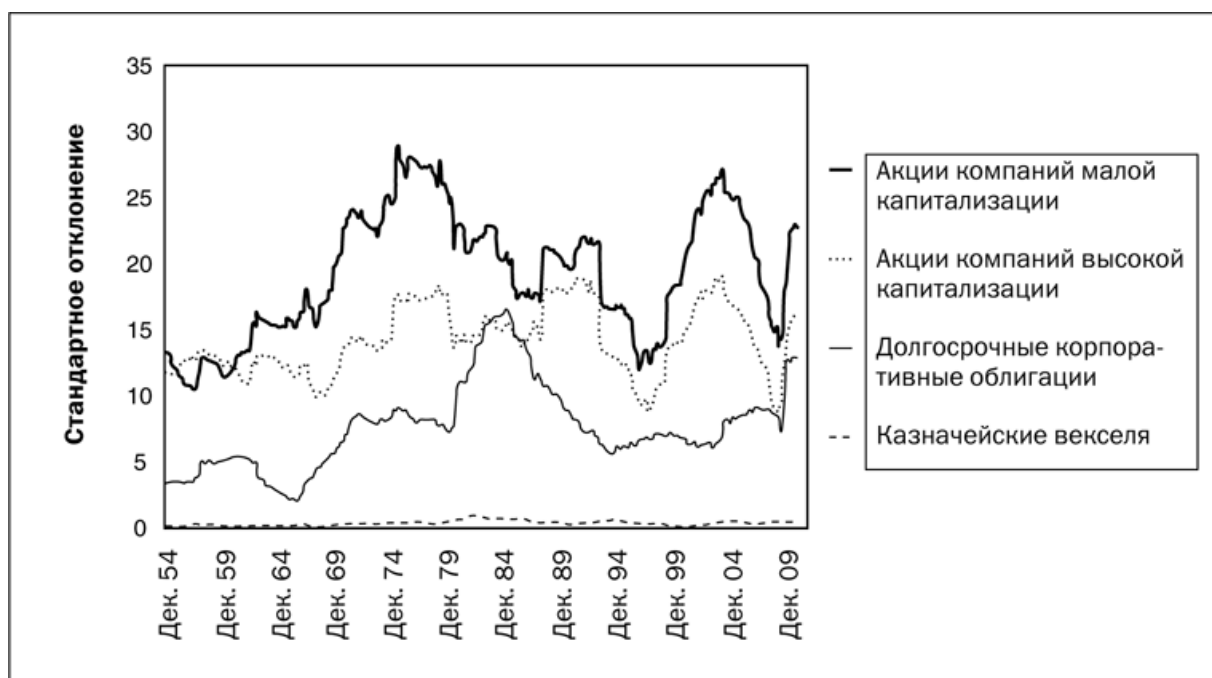
Скачок волатильности, как правило, ассоциируется с падением доходности по данному классу активов, а снижение волатильности ассоциируется с повышением доходности. Снижение волатильности акций в 1980–1990 гг. наблюдалось в течение одного из самых продолжительных «бычьих» рынков в истории. Волатильность акций быстро повышалась в течение «медвежьего» рынка акций, длившегося с 2008 г. до начала 2009 г., а повышение волатильности корпоративных облигаций также стало заметным, когда начали падать цены облигаций.

Диапазон волатильности того или иного класса активов меняется в значительных пределах, хотя для каждого класса активов он, как правило, не выходит за определенные рамки. Например, на *рис. 2.4*

стандартное отклонение доходности акций компаний малой капитализации составляет в среднем 20% ( $\pm 8\%$  в течение каждого десятилетия). Стандартное отклонение доходности акций компаний высокой капитализации составляет в среднем около 15% ( $\pm 5\%$  в течение каждого десятилетия). Стандартное отклонение доходности долгосрочных корпоративных облигаций составляет в среднем 8% ( $\pm 3\%$ ), а стандартное отклонение доходности казначейских векселей — в среднем около 0,2% ( $\pm 0,2\%$ ).

#### РИСУНОК 2.4

Скольльзящая 60-месячная волатильность разных классов активов



Примечательной особенностью является примерно одинаковое соотношение между волатильностью разных классов активов на протяжении всего рассматриваемого периода (см. рис. 2.4). Что касается акций (компаний малой и высокой капитализации) и облигаций, то соотношение между волатильностью этих классов активов поддерживается практически на одинаковом уровне. Почти на каждом отрезке времени казначейские векселя характеризуются минимальной волатильностью, затем следуют корпоративные

облигации, затем — акции компаний высокой капитализации и наконец — акции компаний малой капитализации.

Как указывалось выше, сама по себе волатильность цен не является причиной рассчитывать на высокие доходы. Колебания цены того или иного актива еще не делают этот актив хорошей долгосрочной инвестицией. Изменения цены могут происходить в силу разных причин, например из-за изменения ожиданий, касающихся доходности или роста дивидендов какой-либо компании, изменения ожиданий относительно будущей инфляции (если вы являетесь владельцем облигаций) и ожидаемого спроса и предложения (если вы вложили деньги в покупку товаров).

В финансовом мире главной движущей силой доходности является риск. Стандартное отклонение позволяет инвесторам получить некоторое представление о взаимосвязи между «историческим» риском и ожидаемой доходностью одного класса активов относительно «исторического» риска и доходности другого класса активов. Не должно вызывать удивления то обстоятельство, что при сравнении акций, облигаций и казначейских векселей акциям присуща более высокая долгосрочная доходность из-за более высокого риска. Это явление иллюстрируется в *табл. 2.1*.

**ТАБЛИЦА 2.1**

Данные по классам активов за 1950–2009 гг.

Класс активов	Простая средняя доходность, %	Стандартное отклонение ( $\sigma$ ), %	Накопленная доходность, %	Потеря доходности от волатильности, %
Казначейские векселя	4,8	0,8	4,7	–0,1
Долгосрочные корпоративные облигации	6,6	8,6	6,2	–0,4
Акции компаний США высокой капитализации (дециль 1–2)	12	18,1	9,3	–2,7
Акции компаний США малой капитализации (дециль 6–10)	15,3	27,5	11,2	–4,1

В *табл. 2.1* три столбца по доходности. Значения в столбце «Простая средняя доходность» вычисляются путем суммирования величин доходности за все годы и деления полученной суммы на 60. Накопленная доходность определяется путем непрерывного суммирования доходности за один год с доходностью за следующий год. Накопленная доходность называется также аннуализированной доходностью. Последний столбец справа представляет собой разность между простой средней доходностью и накопленной доходностью. Это отражает влияние волатильности цены на накопленную доходность.

Простая средняя доходность акций компаний малой капитализации на 4,1% выше их накопленной доходности. Это обусловлено более высокой волатильностью цен акций компаний малой капитализации. Большой разброс в доходности снижает долгосрочную накопленную доходность по экспоненте. Простая средняя доходность казначейских векселей почти такая же, как их накопленная доходность, поскольку казначейские векселя характеризуются очень малым стандартным отклонением доходности.

Волатильность приводит к снижению доходности и, следовательно, сама по себе является риском. Если вы сможете снизить волатильность портфеля, то накопленная доходность повысится, сблизившись с простой средней доходностью взвешенных инвестиций в этом портфеле. Именно так снижение волатильности портфеля со временем повышает доходность этого портфеля. Мы представим некоторые математические выкладки, чтобы эта важная концепция стала более понятной для вас.

Иллюстрация того, как изменчивость годовой доходности снижает со временем капитал, приведена в *табл. 2.2*, где представлено четыре портфеля, каждый из них начинается с 10 тыс. долл.

Анализ данных *табл. 2.2* подтверждает, что простая среднегодовая доходность всех указанных счетов равняется 5%; вместе с тем величины накопленной доходности у этих счетов разные. Накопленная доходность портфеля А на 1,1% выше, чем у портфеля Г, поскольку его годовая волатильность меньше. Эта разница обусловлена тем, как портфель А заработал свою 5%-ную простую среднюю доходность в сравнении с портфелем Г. Годовые показатели доходности портфеля А характеризуются высокой стабильностью (+5%, +5%), тогда как у

портфеля Г годовые показатели доходности очень изменчивы (+20%, – 10%). Следовательно, хотя показатели простой средней доходности портфеля А и портфеля Г были одинаковыми (+5%), конечная стоимость у портфеля А оказалась самой высокой, а у портфеля Г — самой низкой.

Общепринятым показателем волатильности является стандартное отклонение. Стандартное отклонение можно представлять себе как «среднюю потерю» из простой средней доходности портфеля. Простая средняя доходность портфеля может равняться 5% несмотря на то, что в любом данном году он, по сути, ни разу не обеспечивал 5%-ную доходность. Среднегодовая потеря от 5% представляет собой годовое стандартное отклонение соответствующего портфеля.

**ТАБЛИЦА 2.2**

Четыре портфеля с разными величинами стандартного отклонения

Доходность в календарном году, %		Стоимость портфеля, долл.
<b>Портфель А</b>		
Год 1	+5	10 500
Год 2	+5	11 025
Простая средняя доходность = 5,0%		Накопленная доходность = 5,0%
<b>Портфель Б</b>		
Год 1	+10	11 000
Год 2	0	11 000
Простая средняя доходность = 5,0%		Накопленная доходность = 4,9%
<b>Портфель В</b>		
Год 1	+15	11 500
Год 2	–5	10 925
Простая средняя доходность = 5,0%		Накопленная доходность = 4,5%
<b>Портфель Г</b>		
Год 1	+20	12 000
Год 2	–10	10 800
Простая средняя доходность = 5,0%		Накопленная доходность = 3,9%



В табл. 2.3 представлены вычисления средней потери в числовом ряду. Любой математически подкованный человек быстро поймет, что данные в табл. 2.3 не являются точным представлением стандартного отклонения, но для иллюстративных целей они вполне подходят.

Но вернемся к табл. 2.2 Интересно отметить, что, когда показатели стандартного отклонения портфелей равномерно повышались 5%-ными приращениями с 0 до 15%, разница в величинах накопленной доходности портфелей увеличивалась от одного портфеля к другому по экспоненте. Так, наблюдалась 5%-ная разница между величинами стандартного отклонения портфелей А и Б и 0,1%-ная разница в величинах накопленной доходности этих же портфелей; 5%-ная разница между величинами стандартного отклонения портфелей Б и В и 0,4%-ная разница между величинами накопленной доходности этих же портфелей; 5%-ная разница между величинами стандартного отклонения портфелей В и Г и 0,6%-ная разница в показателях накопленной доходности этих же портфелей.

Вывод, который можно сделать на основании анализа табл. 2.2 и 2.3, таков: более высокая волатильность доходности ведет к снижению накопленной доходности, и наоборот. Соответственно, любая стратегия, которая позволяет снизить волатильность доходности портфеля, не снижая при этом простую среднюю доходность, будет повышать накопленную доходность.

**ТАБЛИЦА 2.3**

Вычисление стандартного отклонения

Портфель	Доходность за 1 год, %	Потеря в 5%-ной простой средней доходности, %	Доходность за 2 года, %	Потеря в 5%-ной простой средней доходности, %	Средняя потеря ( $=\sigma$ ), %
А	+5	0	+5	0	0
Б	+10	5	0	5	5
В	+15	10	-5	10	10
Г	+20	15	-10	15	15

Еще одно преимущество снижения долгосрочного портфельного риска путем разумного распределения активов заключается в том, что

это помогает инвестору твердо придерживаться выбранной им стратегии долгосрочного инвестирования. Людям не нравится терять свои средства. Вероятность принятия эмоционального решения о продаже повышается при снижении стоимости портфеля. Снижение риска крупных убытков по портфелю повышает вероятность того, что инвестор сохранит верность своей инвестиционной политике при наступлении неблагоприятной ситуации на рынке. Поддержание дисциплины на «медвежьем» или «бычьем» рынке является ключом к успешной стратегии распределения активов.

## **ВЫВОДЫ**

Безрисковых инвестиций не бывает, как не бывает и безрисковых стратегий распределения активов. Каждый портфель, по которому инвестор пытается получить доход (с учетом инфляции и после выплаты налогов), несет в себе определенный риск убытков. Временная потеря денег на своем счете не доставляет удовольствия никому из инвесторов, однако в какой-то мере такие потери можно контролировать. Выработка и практическая реализация долгосрочного инвестиционного плана позволяет в целом снизить портфельный риск, а это удерживает инвесторов от чрезмерно эмоционального реагирования на «медвежий» рынок. Уже один этот факт повышает вероятность того, что инвестору удастся в конечном счете достичь своей финансовой цели.

На любом финансовом рынке существует устойчивая связь между риском и доходностью. Рынки с доходностью более высокой, чем ожидаемая, характеризуются самой высокой неопределенностью в отношении того, что такая доходность действительно будет иметь место в краткосрочной перспективе. Это знание можно использовать для формирования портфеля с помощью разных классов активов, имеющих разные характеристики риска и доходности. Цель инвестора заключается в том, чтобы сформировать портфель, имеющий некую ожидаемую доходность и приемлемый уровень риска, чтобы вероятность удовлетворения ваших уникальных финансовых потребностей и выполнения ваших будущих финансовых обязательств оказалась достаточно высокой.

## ГЛАВА 3

---

# Разбираемся в распределении активов

### КЛЮЧЕВЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

- Диверсификация снижает вероятность крупных убытков.
- Ребалансировка активов в портфеле помогает ограничивать риск.
- Корреляции между классами активов не являются статичными.
- Низкая корреляция между классами активов предпочтительна, но ее трудно идентифицировать.

Диверсификация — проверенная временем практика распределения финансового риска по разным инвестициям с целью снижения вероятности крупных потерь. Портфель из 1000 пакетов акций более диверсифицирован, чем портфель из 100 пакетов акций. Распределение активов — такой тип диверсификации, который предусматривает широкое распределение риска по разным рынкам. Распределение активов предполагает оценку ожидаемого риска и доходности в разных сегментах финансовых рынков, изучение того, как эти рынки взаимодействуют между собой на разных отрезках времени, и последующее логичное и методичное выстраивание такого портфеля инвестиций, который представлял бы выбранные инвестором классы активов таким образом, чтобы вероятность достижения поставленной финансовой цели оказалась наибольшей.

### РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ: КРАТКАЯ ИСТОРИЯ

В 1952 г. Гарри Марковиц<sup>[14]</sup>, 25-летний выпускник Чикагского университета, опубликовал результаты своего революционного исследования в статье, озаглавленной «Выбор портфеля». Со временем эта 14-страничная статья совершит настоящий переворот в преподавании курса управления портфелем в колледжах и

университетах, а также изменит методы, используемые специалистами по инвестициям для управления портфелями.

В статье Марковица рассматривается идея, суть которой заключается в том, что финансовый риск не только неизбежен, но и желателен в управлении портфелем, поскольку позволяет достичь более высокой доходности. Гарри Марковиц также отмечал, что уровень портфельного риска можно контролировать посредством разумной диверсификации инвестиций. Марковиц указывал, что риск каждого отдельного инструмента важен в гораздо меньшей степени, чем то, как все инвестиции в совокупности «работают» на снижение портфельного риска в целом. Чтобы установить количественную взаимосвязь «риск — доходность», возникающую в результате диверсификации, Марковиц использовал формулы, заимствованные из математики.

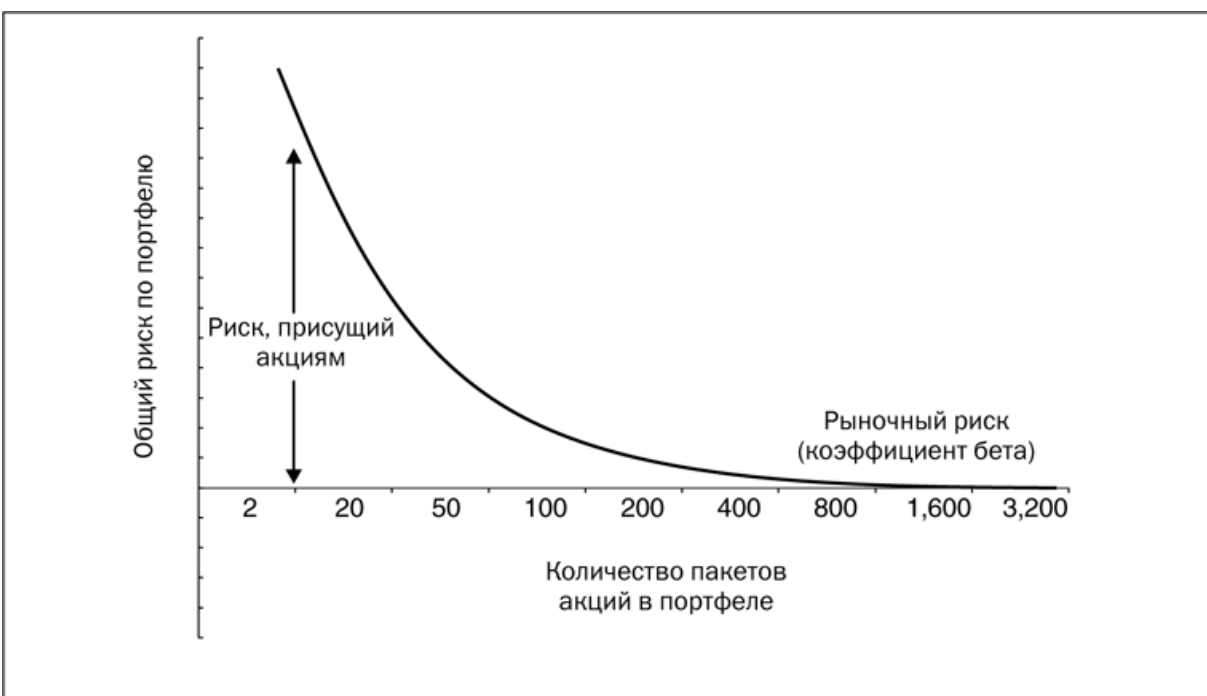
*Рис. 3.1* иллюстрирует концепцию диверсификации, которую обсуждали Марковиц и другие исследователи. Каждый пакет акций, представленный на *рис. 3.1*, характеризуется двумя типами риска: «рыночный» риск (известный также как системный, или коэффициент бета) и уникальный риск, присущий каждому пакету акций (его называют также несистемным риском). Чем больше количество различных акций в портфеле, распределенных по всем секторам промышленности, тем ниже уникальный риск, связанный с каждым инструментом и влияющий на доходность портфеля. Таким образом, остается лишь «рыночный» риск. Марковиц утверждал, что совокупный рыночный портфель является портфелем с минимальным риском, поскольку является самым диверсифицированным портфелем.

Исследовательская статья Марковица была опубликована в престижном журнале *Journal of Finance* и поначалу не привлекла особого внимания читателей. Многие известные ученые посчитали ее «слишком общей». Представленная информация казалась настолько «интуитивной», что никто из профессоров Чикагского университета, выпускником которого был Гарри Марковиц, и не мечтал о том, что эта маленькая статья совершит настоящий переворот в восприятии портфелей и управлении ими на всех уровнях финансов.

Дальнейшее развитие идеи Марковица получили в его книге «Выбор портфеля: эффективная диверсификация инвестиций»<sup>[15]</sup>, опубликованной в 1959 г. Эта книга завоевала Марковицу широкое признание в области экономики финансов, а со временем (на основании решения The Bank of Sweden) принесла звание лауреата премии памяти Альфреда Нобеля по экономике (1990 г.). Многие ошибочно называют эту премию Нобелевской, но в данном случае это неверная формулировка, поскольку не существует Нобелевской премии по экономике. Есть лишь «премия в области экономических наук», вручаемая The Bank of Sweden. Как бы то ни было, идея Марковица произвела революцию в управлении портфелями.

### РИСУНОК 3.1

Диверсификация снижает риск инвестирования в акции



Идеи Марковица относительно диверсификации акций со временем получили название эффективной теории рынка (EMT, efficient market theory). Это концепция общего характера, заключающаяся в том, что рынки представляют собой ценные бумаги с ценами, эффективно формирующимися на основании известной информации; следовательно, рыночный портфель является самым

эффективным портфелем. EMT породила современную портфельную теорию, которая представляет собой область знаний об эффективном распределении классов активов в рамках одного портфеля.

Потребовалось несколько лет, чтобы EMT и MPT получили признание в научном мире (для получения признания в мире бизнеса понадобилось несколько больше времени). Однако для формирования этих эффективных портфелей потребовались высокопроизводительные компьютеры. В результате большинство людей не могли воспользоваться плодами данных исследований вплоть до конца 1970-х годов, пока достаточные вычислительные мощности не стали доступны для более широкого круга людей. В 1980-е годы методы MPT начали быстро проникать в трастовые отделы банков и крупные частные фирмы, специализирующиеся на управлении капиталом.

В наши дни Марковица называют «отцом MPT». Его методология пользуется столь широким признанием, что практически каждый индивидуальный инвестор имеет доступ к бесплатному базовому программному обеспечению по распределению активов в интернете. Эти программы можно найти на сайтах почти каждой крупной брокерской фирмы и компании, управляющей взаимными фондами. Простые рекомендации по управлению портфелем инвестиций, базирующиеся на MPT, в наши дни можно найти даже в популярных журналах и газетах.

Общедоступная информация о распределении активов является хорошим началом для освоения данной инвестиционной стратегии — однако это лишь начало. Как серьезный инвестор, вы должны знать гораздо больше. Лишь в этом случае вам удастся сформировать по-настоящему эффективный портфель, который будет удовлетворять вашим собственным потребностям.

## **ЗАЧЕМ ПРОВОДИТЬ РЕБАЛАНСИРОВКУ ПОРТФЕЛЯ**

Ожидается, что на достаточно продолжительном отрезке времени все инструменты, выбранные для хорошо диверсифицированного портфеля, сгенерируют определенную доходность (с учетом присущего им уровня риска). Мы не знаем, какой именно окажется эта доходность, но следует ожидать, что инструменты с более высоким риском сгенерируют более высокую доходность, чем инструменты с

меньшим риском. Если вы не рассчитываете на более высокую доходность от инструмента с более высоким риском, то, будучи разумным человеком, вы откажетесь от такого инструмента, и его цена должна снизиться (подробнее об ожидаемых рисках и доходности разных классов активов излагается в главе 11).

Проблемой долгосрочных инвестиций является краткосрочная перспектива. Ничто не оказывает столь разрушительного воздействия на хороший долгосрочный план, как высокая краткосрочная волатильность. Многих инвесторов такая краткосрочная волатильность сбивает с толку, и они зачастую совершают поступки, которые следует назвать скорее эмоциональными, чем рациональными.

Показатели финансовых рынков на коротком отрезке времени невозможно знать заранее. Они непредсказуемы, а временами их волатильность оказывается гораздо выше, чем можно было бы рассчитывать. Однако это не означает, что от того или иного класса активов следует отказаться, если он ведет себя не так, как мы рассчитывали. В действительности покупать можно большинство классов активов, ничем особенным при этом не рискуя.

Вы могли бы сформировать идеальный портфель, если бы знали заранее, какие классы активов будут обеспечивать высокую доходность, а какие окажутся низкодоходными или даже убыточными. К сожалению, инвесторы с достаточно большим опытом работы на рынках знают, что невозможно предсказать, когда именно тот или иной инструмент начнет расти в цене, а когда его цена понизится — и насколько. Бессмысленно пытаться менять одни классы активов на другие, основываясь на краткосрочных прогнозах рынка. Временами это может приносить успех, но его можно объяснить лишь счастливым стечением обстоятельств, а отнюдь не высокой квалификацией инвестора. Рано или поздно вы совершите крупную ошибку, которая обойдется гораздо дороже, чем все то, что вам удастся заработать к тому времени. Вместо того чтобы лихорадочно шараться от одного класса активов к другому, все время поддерживайте определенную позицию во всех инвестициях, корректируя по мере необходимости сумму, вложенную вами в каждый класс активов.

Важной особенностью, которая отличает распределение активов от простой диверсификации портфеля, является *ребалансировка*

*портфеля*, которая осуществляется в рамках стратегий распределения активов на регулярной основе. Ребалансировка — это способ, с помощью которого вы возвращаете портфель к исходному целевому распределению в нем активов, оставляя его при этом разумно диверсифицированным. Ребалансировка осуществляется путем продажи тех инструментов, которые выходят за рамки целевого распределения данного портфеля, и дополнительной покупки инструментов, попадающих в рамки целевого распределения данного портфеля. Допустим, целевое распределение вашего портфеля таково: 50% в акциях и 50% в облигациях. Допустим также, что через год ситуация на рынках изменилась таким образом, что доля акций в вашем портфеле составила 60%, а доля облигаций — 40%. Просто продав избыточные 10%, приходящиеся на акции, и купив дополнительные 10% облигаций, вы вернете свой портфель к его исходному целевому распределению активов (50% в акциях и 50% в облигациях). Ребалансировку можно выполнять и в случаях, когда на счет вносятся дополнительные средства или же какая-то часть денег снимается со счета, а также когда выплачиваются дивиденды и проценты.

Ребалансировка опирается на теорию, которая называется *регрессией к среднему*. То есть на рынке наблюдается естественная тенденция возврата всех широких классов активов к их «историческим» профилям риска. Эта теория весьма противоречива и имеет множество противников. Однако, по моим собственным наблюдениям, регрессия к среднему действительно проявляется на рынке, и это помогает выполнять ребалансировку.

Попросту говоря, теория регрессии к среднему исходит из того, что все инвестиции характеризуются определенным профилем риска и доходности, которым они в конечном счете подчиняются. Акции присуща более высокая степень риска, чем облигациям; именно поэтому инвесторы рассчитывают, что акции обеспечат боую доходность, чем облигации. Если на продолжительном отрезке времени доходность облигаций оказывается выше доходности акций, то доходность акций стремится компенсировать эту разницу также на продолжительном отрезке времени.



Мы не знаем, когда именно будут происходить эти регрессии, поскольку рынок подчас проявляет чрезмерный оптимизм, а иногда впадает в чрезмерный пессимизм. Более того, некоторые считают, что рынок временами ведет себя иррационально. Я не хотел бы выносить каких-либо суждений относительно того, как рынок оценивает стоимость тех или иных активов. Вообще говоря, ребалансировка не заставляет нас делать ничего другого, кроме продажи небольшой части того класса активов, стоимость которого повысилась, и покупки небольшой дополнительной части активов того класса, стоимость которого понизилась. Это означает продажу части доходных активов и покупку части убыточных активов, каковы бы они ни были. На первый взгляд ребалансировка противоречит здравому смыслу. Однако она отвечает той логике, что лучше продавать активы, доходность которых растет, и покупать активы, доходность которых падает, чем поступать наоборот.

Ребалансировка является важной составляющей всех примеров распределения активов, приведенных в этой книге. Допустим, что портфели, речь о которых идет в ее главах, ребалансируются в начале каждого года. Возможно, такая стратегия ребалансировки не идеальна, но должен сказать, что идеальной стратегии ребалансировки вообще не существует. Наиболее подходящую стратегию ребалансировки нужно реализовать без колебаний и малейшего промедления. То, что лучше всего подходит вам, может не подходить кому-то другому, но это не имеет особого значения, если оно приносит именно вам нужный результат.

В *табл. 3.1* предлагается гипотетический пример того, как ежегодная ребалансировка позволяет снизить риск по портфелю и повысить годовую доходность. Предполагается, что в портфеле в течение двух лет находятся два различных актива. Допускается, что ребалансировка первого портфеля не проводится. Этот портфель предоставлен сам себе. Денежные средства, инвестированные в каждый инструмент в начале первого года, остаются в неприкосновенности: они предоставлены сами себе. В отношении второго портфеля предполагается, что его ребалансировка выполняется через год таким образом, чтобы восстановить первоначальный баланс (по 50% на каждый инструмент). Часть дохода

по инструменту, стоимость которого выросла, инвестируется в инструмент, стоимость которого снизилась, таким образом, чтобы в начале второго года оба инструмента были представлены в портфеле в равных долях.

**ТАБЛИЦА 3.1**

Пример ежегодной ребалансировки портфеля

Инвестиции	Доходность в 1-й год, %	Доходность во 2-й год, %	Накопленная доходность, %
Инструмент-1	+20	-10	3,9
Инструмент-2	-10	+20	3,9
<b>Гипотетические портфели</b>			
50% в инструменте-1 и 50% в инструменте-2, без ребалансировки (предоставлены сами себе)	5,0	2,9	3,9
50% в инструменте-1 и 50% в инструменте-2, ребалансировка проводится ежегодно	5,0	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>

Обратите внимание, насколько по-другому ведет себя портфель, предоставленный сам себе, в сравнении с портфелем, который каждый год балансируется повторно. За рассматриваемый двухлетний период инструмент-1 и инструмент-2 (каждый по отдельности) обеспечили накопленную доходность в 3,9%. Это означает, что портфель, предоставленный сам себе, с начальными 50%-ными долями в каждом активе, также обеспечил накопленную доходность в 3,9% за двухлетний период. Однако портфель, который каждый год ребалансировался и при этом сохранил 50%-ные доли в каждом инструменте в начале второго года, устранил волатильность

доходности, что ежегодно повышало накопленную доходность портфеля до 5%.

Разумеется, этот пример несколько идеализирован. Редко бывает, чтобы инвестиции взаимодействовали так, как описано выше. Однако пример подтверждает правильность нашей теории. Диверсификация между многими несхожими инструментами и ребалансировка инвестиций в конце каждого года до их исходной структуры могут со временем снизить ежегодную волатильность портфеля настолько, что накопленная доходность портфеля повысится. Этот «бесплатный обед» от ребалансировки является сущностью современной портфельной теории.

Существуют различные методы ребалансировки. Два самых популярных из них основываются на календарных и процентных целевых показателях. При использовании календарного метода инвесторы проводят ребалансировку по истечении определенного периода времени (например, года, квартала или месяца). Другие инвесторы предпочитают использовать процентные целевые показатели, поддерживая определенное процентное соотношение классов активов: когда текущее соотношение классов активов отклоняется от целевого на определенный процент, повторное балансирование проводится независимо от того, когда проводилась предыдущая балансировка портфеля.

Стратегия ребалансировки, базирующаяся на поддержании процентного соотношения, может обеспечивать несколько лучшие результаты, чем календарный метод, однако разница не так уж велика. «Процентная» стратегия требует значительно больше времени для мониторинга и реализации; лично мне не кажется, что индивидуальным инвесторам стоит придерживаться подобной стратегии. Таким образом, в этой книге используется метод ежегодной ребалансировки. Что же касается лично вас, то следует выбрать метод, отвечающий именно вашим потребностям и возможностям. Ежегодная ребалансировка — простой и сравнительно дешевый метод. Выполняя его раз в год, вы будете затрачивать минимум времени, а это означает, что у вас не возникнет соблазна игнорировать проведение ребалансировки.

## РАЗБИРАЕМСЯ В КОРРЕЛЯЦИИ

Ежегодная ребалансировка помогает использовать выгоды диверсификации, продавая часть высокодоходных активов и покупая дополнительно активы, которые принесли значительно меньший доход. Разумеется, это означает, что инструменты в каком-либо портфеле не ведут себя одинаковым образом в каждый отдельно взятый момент времени. Следовательно, метод выбора инструментов, которые, как *правило*, не ведут себя одинаковым образом, не менее важен, чем ребалансировка как таковая. С учетом сказанного я должен предупредить, что нет двух классов активов, постоянно связанных друг с другом одинаковым образом. Эти связи носят динамический характер: они могут меняться — и меняются — без предупреждения.

Выбор активов, стоимость которых не изменяется каждый раз (или, по крайней мере, большую часть времени) синхронно друг с другом в одном и том же направлении, проще осуществить с помощью анализа *корреляции*.

Корреляция — это количественная оценка тенденции одного инструмента менять свою доходность в связи с изменением доходности какого-либо другого инструмента. Коэффициент корреляции — это математически вычисляемый показатель тенденции инструментов к синхронному изменению своей доходности по отношению к средней доходности этих инструментов. Если доходность каждого из двух инструментов изменяется в один и тот же момент времени в одну и ту же сторону, превышая при этом свою среднюю доходность, то между этими двумя инструментами существует *положительная корреляция*. Если же доходность каждого из двух инструментов изменяется в один и тот же момент времени в противоположные стороны, оказываясь при этом ниже своей средней доходности, то между этими двумя инструментами существует *отрицательная корреляция*. Если же изменение доходности одного инструмента относительно его среднего уровня не зависит от изменений доходности другого инструмента, то эти два инструмента являются *некоррелирующими*.

Проблема, с которой сталкиваются инвесторы, заключается в том, чтобы найти инструменты с отрицательной корреляцией или

некоррелирующие инструменты. В крайнем случае можно выбрать инвестиции с низкой положительной корреляцией. Если такие инструменты удастся найти, и если эти инструменты обеспечивают положительную доходность (с учетом инфляции), то инвестор должен вложить соответствующие доли своего портфеля в каждый из этих инструментов и ежегодно проводить ребалансировку этих инструментов.

Я легко докажу, что классов активов с отрицательной корреляцией не существует. Временами тот или иной класс активов оказывается отрицательно коррелирующим с фондовым рынком США; однако эта отрицательная корреляция носит кратковременный характер. Корреляции по своей природе динамичны, а не статичны. Наверняка кто-то укажет на товары и золото и подчеркнет, что эти активы зачастую отрицательно коррелируют с акциями компаний США. На это можно возразить, что они не обеспечивают никакой реальной доходности, которая превышала бы уровень инфляции.

Короткая продажа индекса S&P 500 также имеет отрицательную корреляцию с акциями (короткая продажа, сделка «шорт», продажа без покрытия означает образование короткой позиции, то есть продажу данного индекса без владения им). Короткая продажа S&P 500 — действие, противоположное покупке S&P 500, что сводит на нет доход на этом рынке. Опять-таки просто нет смысла включать в портфель инструмент, который никак не увеличивает вашу долгосрочную доходность.

Нет смысла и в покупке новых инструментов, имеющих стабильную высокую положительную корреляцию с другими инструментами, уже представленными в данном портфеле. Это очень распространенная ошибка, которую допускают неопытные инвесторы. В конце 1990-х годов многие инвесторы полагали, что их портфели диверсифицированы, поскольку они владели паями нескольких разных взаимных фондов акций роста. После краха технологического и коммуникационного секторов экономики в 2000–2002 гг. все взаимные фонды акций роста рухнули практически одновременно, поскольку у них образовался значительный перекоп в сторону акций технологических и коммуникационных компаний. Вот тогда-то многие

инвесторы поняли, что количественная диверсификация не тождественна качественной диверсификации.

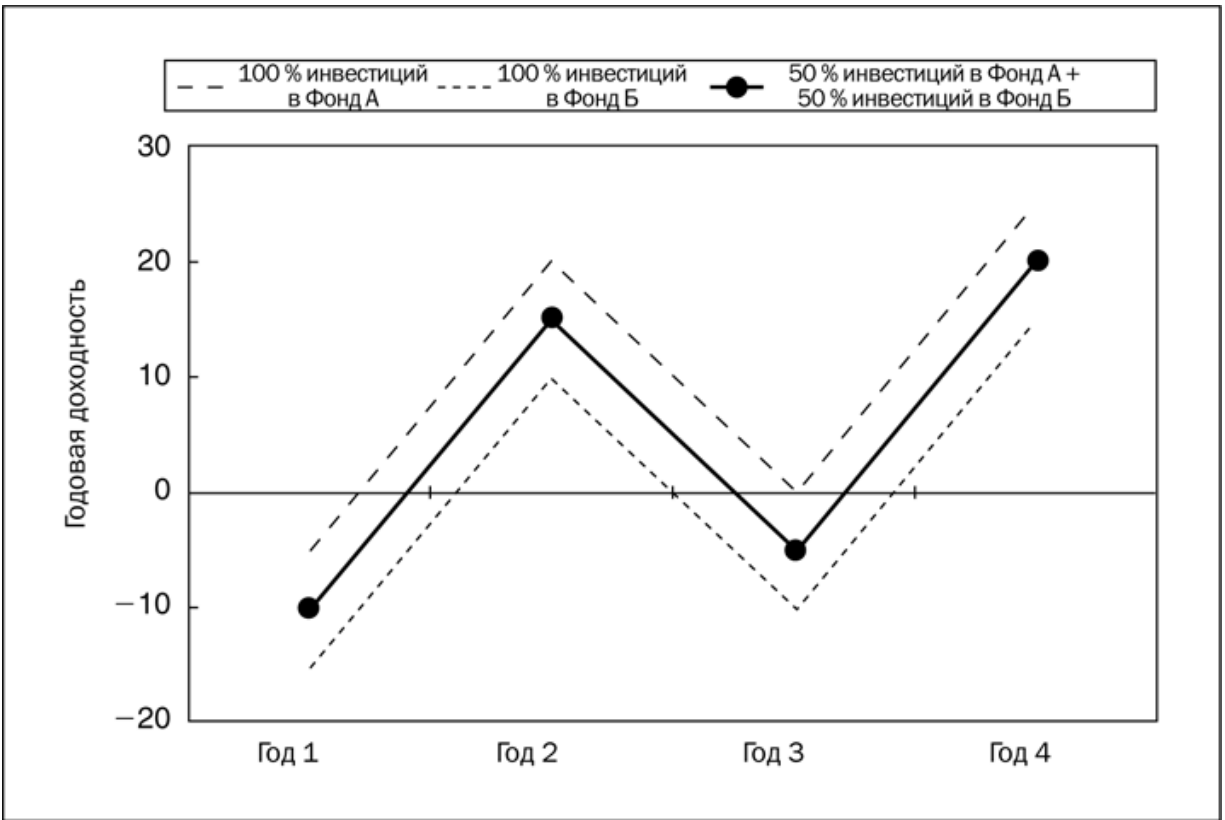
Изображение на *рис. 3.2* иллюстрирует изменение доходности двух взаимных фондов, имеющих стабильную высокую корреляцию друг с другом. Глядя на картинку, можно предположить, что портфель состоит на 50% из паев фонда А и на 50% из паев фонда Б (ребалансировка проводится ежегодно).

Поскольку фонды А и Б сильно коррелированы между собой, то указанная диверсификация портфеля (50:50) не принесет инвестору никакой выгоды. В идеале инвестору следовало бы вкладывать в два взаимных фонда, отрицательно коррелированных между собой. На *рис. 3.3* показано, что фонды В и Г меняют свою доходность во взаимно противоположных направлениях, а это означает, что они отрицательно коррелированы между собой. Портфель, состоящий на 50% из паев фонда В и на 50% из паев фонда Г (при условии, что ребалансировка проводится ежегодно), обеспечит доходность менее волатильную, чем доходность любого из этих двух активов по отдельности. Отрицательная корреляция — теоретически идеальный вариант при выборе инструментов для портфеля, но в реальном мире таких инструментов вы не встретите. Подобные пары инвестиций просто не встречаются в действительности.

### **РИСУНОК 3.2**

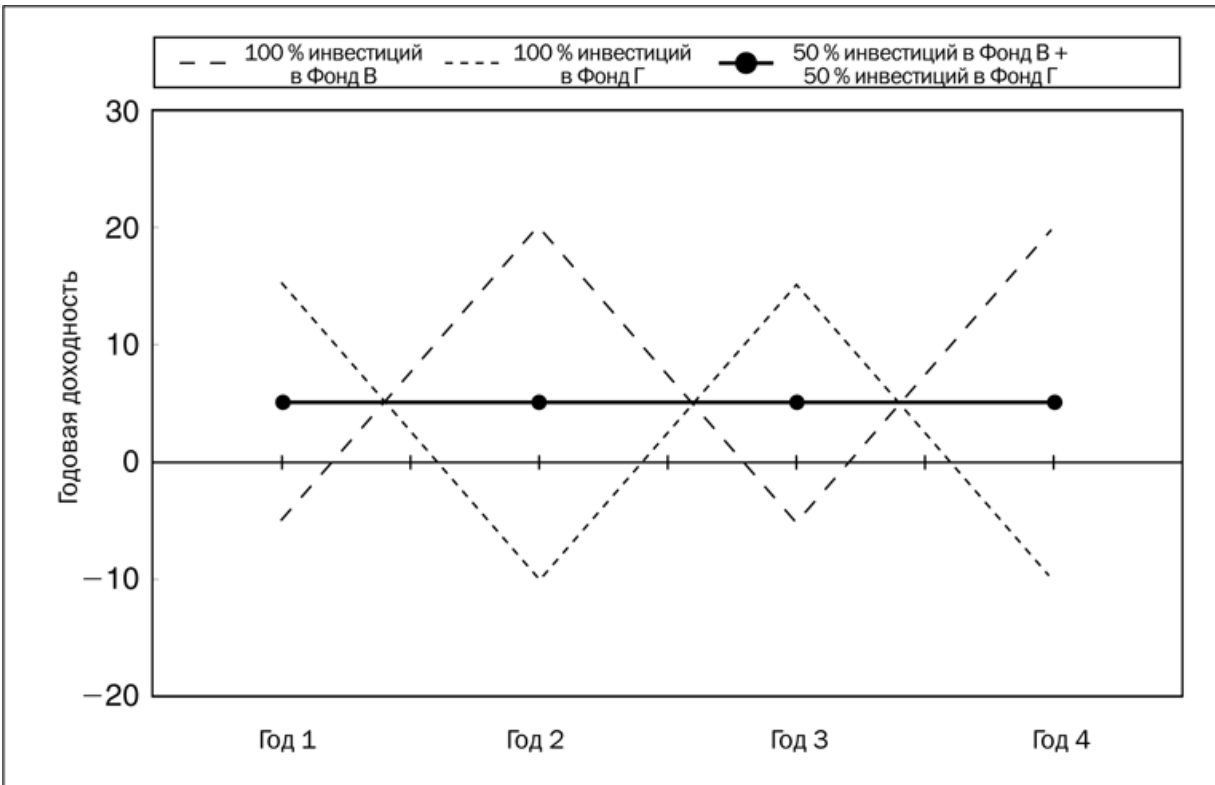
---

Изменение доходности от года к году в случае идеальной положительной корреляции



**РИСУНОК 3.3**

Изменение доходности от года к году в случае идеальной отрицательной корреляции



Корреляция изменяется в диапазоне  $\pm 1$ . Два инструмента, корреляция которых находится на уровне не ниже  $+0,3$ , считаются положительно коррелированными. Когда же корреляция двух инструментов не превышает  $-0,3$ , то такие инструменты считаются отрицательно коррелированными. Если же коэффициент корреляции двух инструментов оказывается в диапазоне  $\pm 0,3$ , то такие инструменты считаются некоррелированными.

Когда два инструмента не коррелируют, любое изменение доходности одного из них не сопровождается изменением доходности другого, либо, если и сопровождается, такое изменение не повторяется из раза в раз (то есть является случайным) и может носить как положительный, так и отрицательный характер. На *рис. 3.4* представлены два некоррелирующих инструмента: иногда их доходности меняются синхронно, иногда изменение доходности одного инструмента не сопровождается изменением доходности другого. Инвестирование в некоррелированные активы приносит диверсификационную выгоду. Как правило, лучшими парами классов активов, которые вам удастся найти, являются некоррелированные

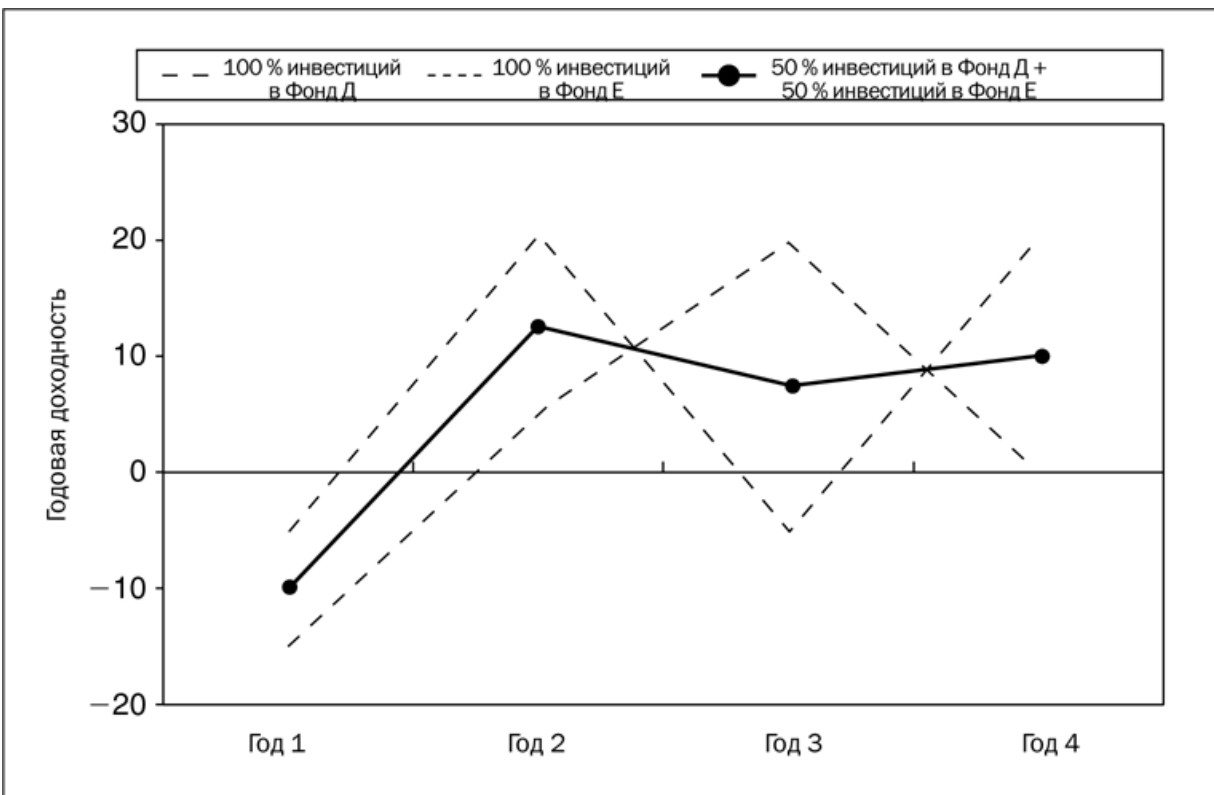


классы активов (временами между ними может возникать положительная корреляция, а временами — отрицательная).

Данные табл. 3.2 отражают выгоды от корреляции при диверсификации вложений. При этом предполагается, что простая средняя доходность каждого из трех портфелей составляет 5% годовых, хотя величины накопленной доходности у них отличаются, что объясняется волатильностью каждого портфеля. Портфель-1 включал в себя два актива с отрицательной корреляцией, обеспечивая при этом наименьший риск и самую высокую доходность. В отличие от него портфель-3 включал в себя два актива с положительной корреляцией. Этот портфель характеризовался боим риском и принес самую низкую доходность.

**РИСУНОК 3.4**

Изменение доходности от года к году в случае некоррелированности инвестиций



**ТАБЛИЦА 3.2**

Взаимосвязь между корреляцией и доходностью портфеля

Портфель	Корреляция активов	Простая средняя доходность, %	Кумулятивная доходность, %	Стандартное отклонение ( $\sigma$ ), %
1. В (50%) + Г (50%)	-1,0	5,0	5,0	0
2. Д (50%) + Е (50%)	0,0	5,0	4,6	10
3. А (50%) + Б (50%)	+1,0	5,0	4,2	14

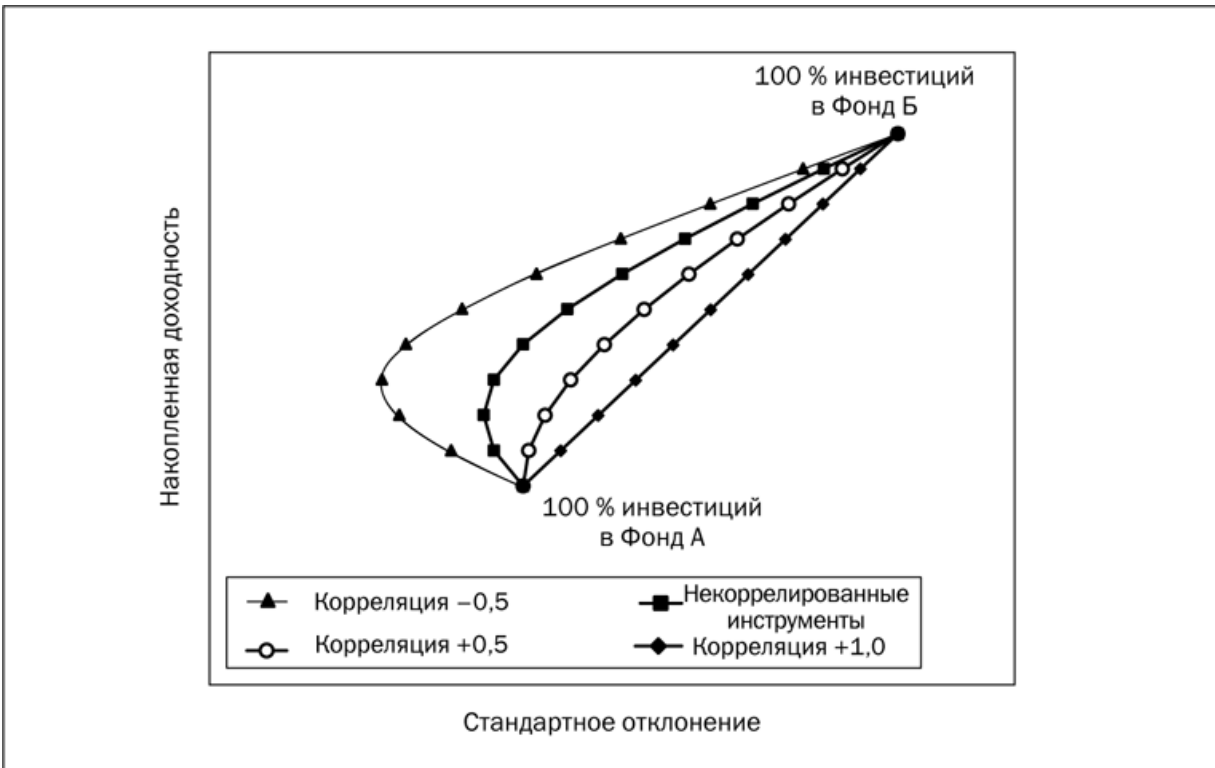
На рис. 3.5 показана выгода от снижения риска за счет добавления классов активов с низкой или отрицательной корреляцией между собой. Портфельный риск снижается, когда корреляция из положительной превращается в отрицательную, а граница эффективности Марковица, или «множество эффективных портфелей»<sup>[16]</sup>, смещается еще дальше влево, в направлении области меньшей волатильности портфеля. В этом и состоит суть снижения риска с помощью распределения активов.

Формировать портфель, который содержит отрицательно коррелированные или некоррелированные активы, очень выгодно. Проблема лишь в том, как найти подобные инструменты. Встречаются они редко. Не успеете вы подумать, что нашли наконец-то хороший некоррелированный инструмент, как что-то внезапно меняется, и выбранный инструмент становится положительно коррелированным. В этой книге вам встретится немало диаграмм и таблиц, демонстрирующих, как быстро и без каких-либо объяснений меняются корреляции между инструментами.

### РИСУНОК 3.5

---

Более слабая корреляция между инструментами снижает риск



Поскольку отрицательно коррелированные инструменты найти очень трудно, на практике большинство портфелей включают в себя либо некоррелированные инвестиции, либо инвестиции с низкой положительной корреляцией. Тем не менее классы активов с низкой положительной корреляцией обладают определенным преимуществом в отношении диверсификации, особенно если в вашем портфеле представлено несколько активов такого рода.

## МОДЕЛЬ С ДВУМЯ КЛАССАМИ АКТИВОВ

Преподаватели курса финансов начинают тему «Методы распределения активов» с рассмотрения модели на базе двух классов активов. Студенты знакомятся с концепциями корреляции, снижения риска и границы эффективности Марковица на простой модели двух активов, слабо коррелированных между собой. После того как студенты уяснят выгоды распределения активов на основе модели с двумя инвестициями, преподаватель переходит к рассмотрению портфеля со многими активами, добавляя последовательно 3–6 категорий инструментов. Оставшийся материал этой главы следует той же традиции. Поэтому мы начинаем рассмотрение распределения

активов с портфеля, включающего два класса активов, а именно акции компаний США и казначейские векселя (в главе 4 рассматривается модель со многими классами активов).

Двумя классами активов, рассматриваемыми в настоящей главе, являются индекс акций компаний США высокой капитализации и индекс среднесрочных казначейских облигаций. В качестве приближенной меры оценки доходности акций крупных компаний США используется индекс S&P 500 — индекс, включающий акции 500 ведущих американских корпораций. Доходность казначейских облигаций базируется на двух совокупностях данных. До 1973 г. доходность казначейских облигаций представлена доходностью 5-летних казначейских облигаций. Начиная с 1973 г. доходность казначейских облигаций представлена доходностью индекса Barclays казначейских нот со сроком погашения от 1 до 10 лет, который представляет собой диверсифицированный портфель краткосрочных и среднесрочных казначейских ценных бумаг.

## **ПОКАЗАТЕЛИ РИСКА И ДОХОДНОСТИ**

В данной и оставшихся главах риск и доходность портфеля иллюстрируются с помощью диаграмм и таблиц. На *рис. 3.6* показана классическая граница эффективности Марковица, где вертикальная ось представляет накопленную аннуализированную доходность определенной совокупности портфелей, а горизонтальная ось — риск, измеряемый стандартным отклонением этих годовых показателей доходности.

### **РИСУНОК 3.6**

---

Классическая граница эффективности Марковица «Риск и доходность»



На одном конце диаграммы представлен риск и доходность инструмента-1 в портфеле, а на другом конце диаграммы — риск и доходность инструмента-2. Промежуточные точки на графике представляют собой показатели риска и доходности для различных вариантов распределения активов, разделенных 10%-ными интервалами. Точки на диаграмме риска и доходности соединены между собой, образуя кривую, представляющую все возможные сочетания двух указанных классов активов. В зависимости от того, какие именно классы активов используются, эта кривая изгибается вверх и влево в той или иной степени.

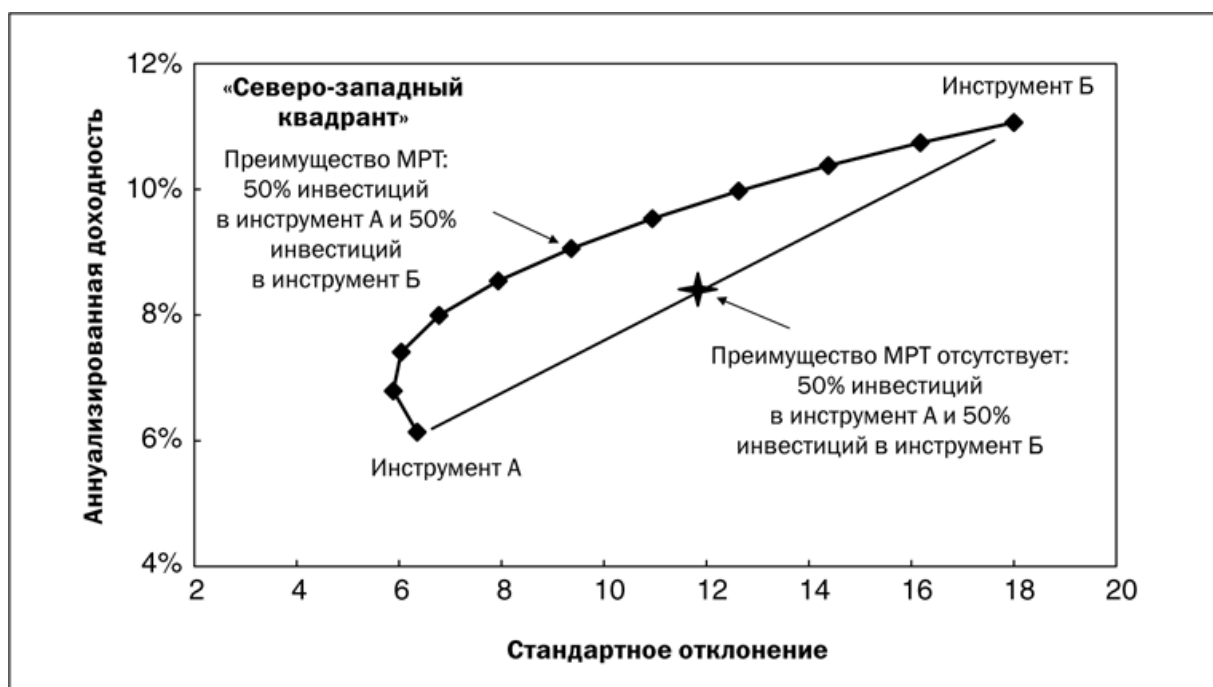
Понимание смысла вертикальной оси Y не представляет особых проблем, поскольку высокая доходность всегда лучше низкой доходности. Однако не менее важным фактором на этой диаграмме является показатель риска, представленный на горизонтальной оси X. Чем более волатильны величины годовой доходности портфеля, тем дальше вправо по горизонтальной оси X расположены соответствующие точки. Точки, расположенные ближе к правому краю на оси X, представляют очень агрессивные портфели. Очевидно, что предпочтительным местом на этой диаграмме является область в верхней левой части, представляющая высокую доходность с низким

риском. Эту область диаграммы часто называют *северо-западным квадрантом*.

Обратим внимание на *рис. 3.7* Портфель, состоящий на 100% из инструмента А, имеет самую низкую доходность и минимальный риск. С другой стороны, портфель, состоящий на 100% из инструмента Б, имеет самую высокую доходность и максимальный риск. Какими, по вашему мнению, окажутся риск и доходность портфеля, состоящего на 50% из инструмента А и на 50% — из инструмента Б?

### РИСУНОК 3.7

Диаграмма «Риск и доходность», демонстрирующая пользу от диверсификации при распределении активов



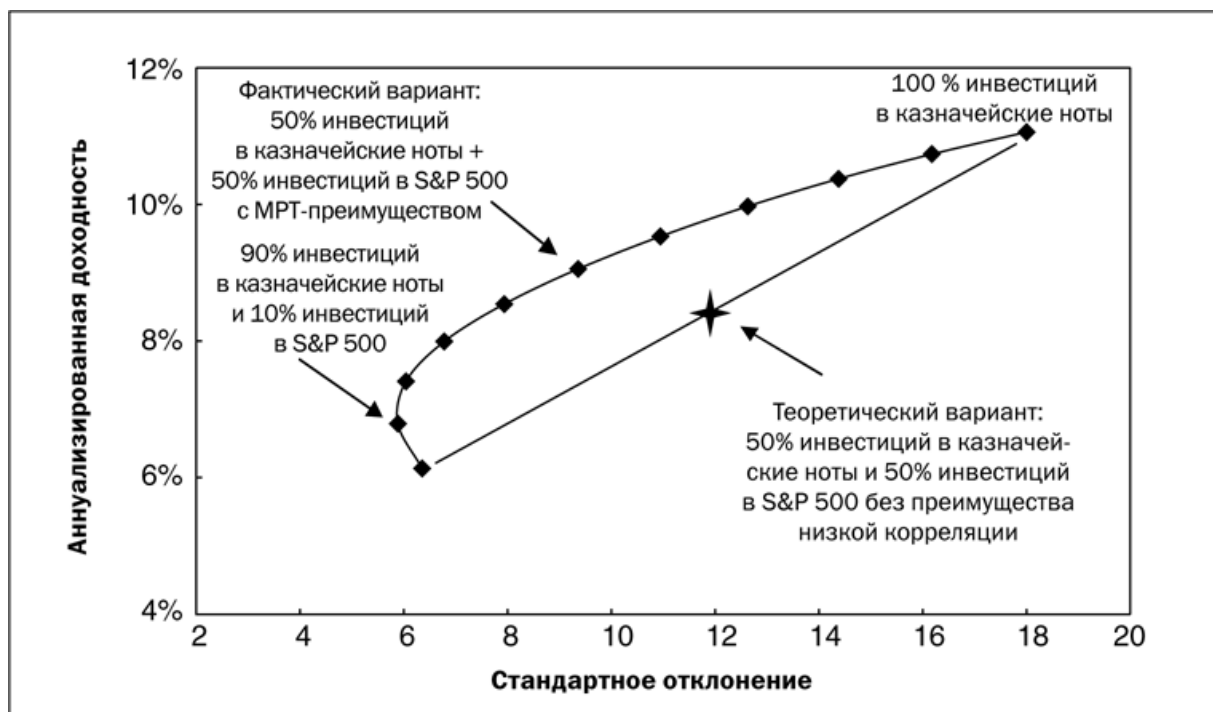
Можно было бы ожидать, что портфель, состоящий на 50% из инструмента А и на 50% из инструмента Б, имел бы уровень риска-доходности, соответствующий месту, помеченному «звездочкой» и находящемуся на полпути между этими двумя инструментами. Однако фактический риск портфеля, состоящего на 50% из инструмента А и на 50% из инструмента Б, оказался гораздо меньше ожидаемого, а доходность — выше ожидаемой. Это явилось результатом ежегодной ребалансировки.

Обозначим точнее эти два инструмента. Инструмент А — это, по сути, аннуализированная доходность и стандартное отклонение среднесрочных казначейских нот за период 1950–2009 гг. Инструмент Б — это аннуализированная доходность и стандартное отклонение индекса S&P 500 также за период 1950–2009 гг. Каждая точка на этой линии представляет портфели с 10%-ными приращениями двух указанных классов активов (это можно увидеть на *рис. 3.8*).

Исходя из данных о доходности, рассчитанных для *рис. 3.7*, у портфеля, состоящего из 5-летних казначейских нот и индекса S&P 500, в течение оцениваемого периода наблюдалось МРТ-преимущество. В *табл. 3.3* представлено количественное выражение этого преимущества.

**РИСУНОК 3.8**

Риск и доходность с разбивкой по десятилетиям (1950–2009 гг.). Портфель включает 5-летние казначейские ноты и индекс S&P 500



**ТАБЛИЦА 3.3**

Доходность портфеля (1950–2009 гг.)

Характеристики портфеля	Аннуализированная доходность,	Риск (стандартное отклонение),
-------------------------	-------------------------------	--------------------------------

	%	%
100% среднесрочных казначейских нот	6,1	6,4
100% S&P 500	11,4	18,0
Ожидаемая доходность и риск сочетания 50% казначейских нот и 50% акций (без МРТ)	8,6	12,2
Фактическая доходность и риск сочетания 50% казначейских нот и 50% акций	9,0	9,3
МРТ-преимущество (более высокая доходность, пониженный риск)	+0,4	-2,9

Снижение риска по портфелю приводит к повышению доходности портфеля. Портфель, состоящий на 50% из среднесрочных казначейских нот и на 50% из индекса S&P 500, обеспечивает ежегодное повышение доходности на 0,5%, являющееся результатом снижения волатильности доходности на 2,9%.

## **КОРРЕЛЯЦИИ ОТЛИЧАЮТСЯ НЕПОСТОЯНСТВОМ**

Поиск классов активов, слабо коррелированных между собою, не такое уж простое дело. В статьях и книгах по финансам часто приводятся таблицы или матрицы, показывающие отдельные «исторические» показатели корреляции между разными классами активов в матрице. Затем авторы этих статей и книг предлагают использовать приведенные статичные показатели корреляции для выбора инвестиций вашего портфеля. В определенном смысле авторы этих статей и книг исходят из того, что отдельно взятый «исторический» показатель корреляции и в будущем останется неизменным. Ничего подобного! Корреляция носит динамичный, а не статичный характер: со временем она изменяется.

Очень трудно прогнозировать направление, в котором изменится та или иная корреляция в будущем. Прошлые корреляции не являются надежным индикатором будущих корреляций. Эти показатели время от времени меняются — зачастую совершенно неожиданно. Некоторые классы активов становятся более коррелированными друг с другом, тогда как другие — менее коррелированными.

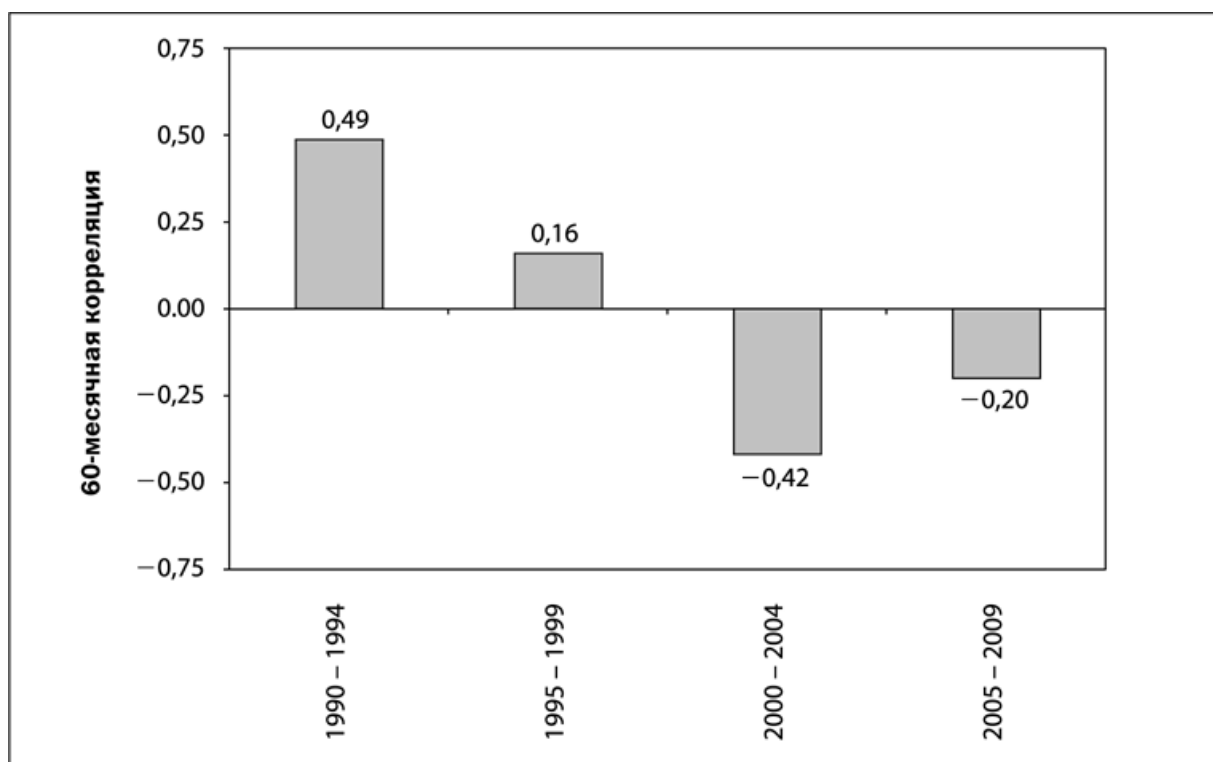
На *рис. 3.9* представлены изменения 60-месячной корреляции между среднесрочными казначейскими нотами и индексом S&P 500.



Если бы эта корреляция была неизменной, линия на рисунке была бы прямой. Между тем, как нетрудно заметить, эту линию вряд ли можно назвать прямой. Были временные периоды, когда показатели доходности облигаций и акций менялись в противоположных направлениях от своих средних значений (отрицательная корреляция); наблюдалось несколько периодов, когда они изменялись в одном и том же направлении по отношению к своим средним значениям (положительная корреляция). Также имелось много временных периодов, когда между показателями доходности облигаций и акций не наблюдалось никакой корреляции.

### РИСУНОК 3.9

Скользящая 60-месячная корреляция доходности среднесрочных казначейских нот и индекса S&P 500



В течение предыдущих 20 лет 60-месячная скользящая корреляция доходности казначейских облигаций с 5-летним сроком погашения и доходности S&P 500 изменялась в значительных пределах. В течение 1990-х годов эта корреляция была положительной. Доходности акций и облигаций изменялись в одном и том же направлении по отношению к

своим средним значениям. В период 2000–2009 гг. эта корреляция стала отрицательной. Средняя корреляция за весь прошедший 20-летний период равнялась 0, из чего следует, что эти две инвестиции не коррелируют.

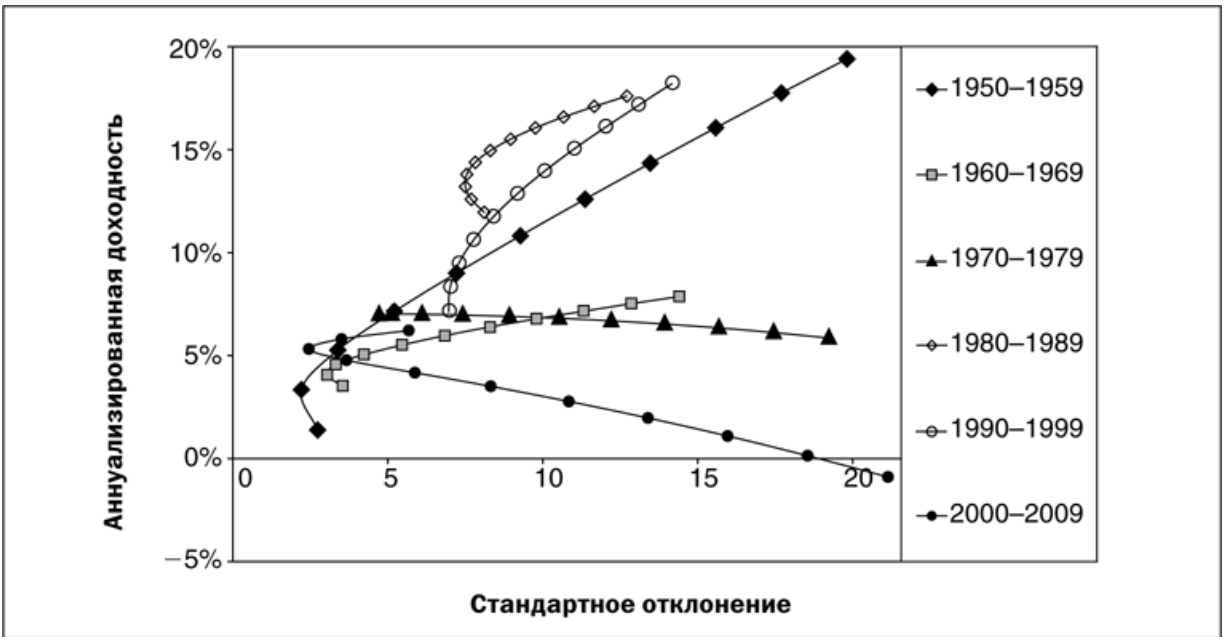
Некоторым инвесторам может показаться странным, что корреляция между акциями и облигациями колеблется в столь широких пределах, как показано на *рис. 3.9*. До изменения корреляции, которое произошло около 1998 г., среди инвесторов было распространено убеждение, что цены облигаций меняются примерно так же, как цены акций. Считалось, что на стоимость акций влияют процентные ставки. Когда процентные ставки снижаются, цены акций и облигаций повышаются, и наоборот. Однако это далеко не всегда так, что подтверждают события последнего десятилетия, завершившегося в 2009 г.

В течение последних 50 лет корреляция между среднесрочными казначейскими нотами и индексом S&P 500 менялась непредсказуемым образом. Следовательно, диверсификационное преимущество, достигаемое за счет включения в портфель среднесрочных казначейских нот и акций из S&P 500, также является движущейся мишенью. На *рис. 3.10* представлены независимые диаграммы «Риск и доходность» для двух указанных инструментов. Каждая диаграмма соответствует определенному десятилетию начиная с 1950 г.

### **РИСУНОК 3.10**

---

Диверсификационное преимущество по десятилетиям; среднесрочные казначейские ноты и индекс S&P 500



Граница эффективности Марковица для каждого десятилетия начинается слева с риска и доходности среднесрочных казначейских нот и заканчивается справа риском и доходностью S&P 500. В 4 из 6 рассматриваемых периодов граница эффективности Марковица наклонена вверх; это означает, что доходность S&P 500 была выше доходности среднесрочных казначейских нот. В периоды 1970–1979 и 2000–2009 гг. доходность индекса S&P 500 была ниже доходности среднесрочных казначейских нот.

В табл. 3.4 подытожена связь между корреляцией и МРТ-преимуществом в доходности от ежегодной ребалансировки портфеля. В периоды, когда корреляция между акциями и среднесрочными казначейскими нотами характеризовалась высокими отрицательными значениями, снижение портфельного риска так же оказывалось высоким, как и повышение доходности портфеля, являющееся результатом ежегодной ребалансировки. Двумя периодами, которые служат примером этого феномена, являются 1950–1959 и 2000–2009 гг. Напротив, в период 1990–1999 гг. отмечалась самая высокая положительная корреляция этих двух классов активов. Этот период характеризуется также минимальной выгодой снижения риска и минимальной выгодой ежегодной ребалансировки (хотя эти выгоды все же сохранялись, пусть и на минимальном уровне).

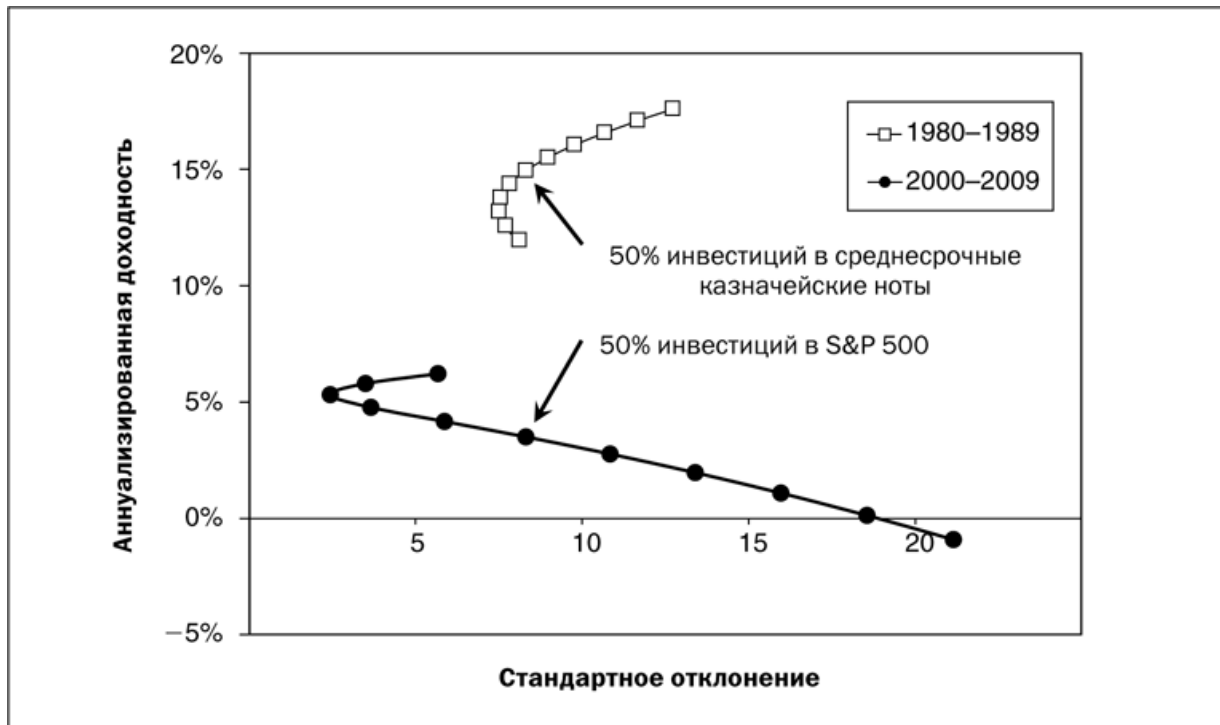
**ТАБЛИЦА 3.4**

Выгоды диверсификации портфеля, состоящего на 50% из акций и на 50% из облигаций, по десятилетиям

Период	Корреляция в течение рассматриваемого периода	Снижение риска по портфелю, %	Повышение доходности (МРТ), %
1950–1959	–0,53	–2,0	+0,42
1960–1969	–0,33	–2,1	+0,26
1970–1979	+0,28	–1,4	+0,39
1980–1989	+0,23	–2,1	+0,17
1990–1999	+0,44	–1,4	+0,16
2000–2009	–0,85	–5,1	+0,84

**РИСУНОК 3.11**

Диверсификационные преимущества в двух противоположно различающихся десятилетиях



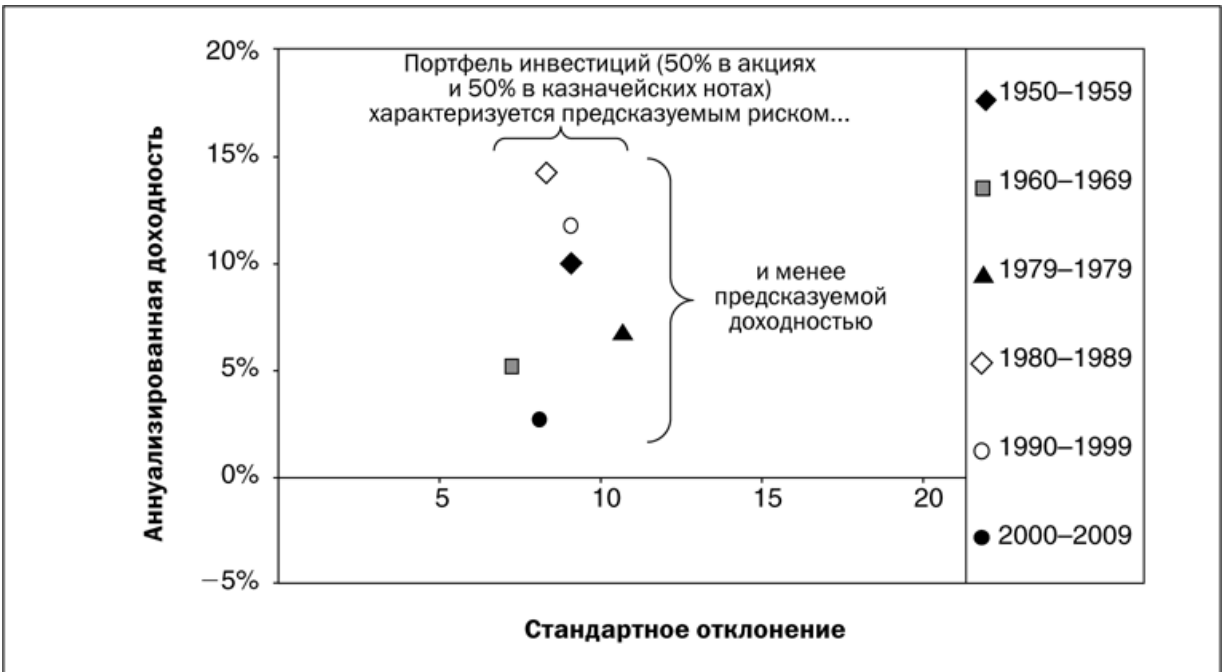
На *рис. 3.11* хорошо видно, сколь значительным может быть отличие одного периода от следующего (при том, что конечные результаты в каждом десятилетии остаются в целом благоприятными для инвестора). В период 1990–1999 гг. отмечалась положительная корреляция между среднесрочными казначейскими нотами и индексом S&P 500. Результатом такой положительной корреляции явилось то, что портфель, состоявший на 50% из акций и на 50% из облигаций, характеризовался практически таким же риском, как и портфель, состоящий на 100% из облигаций, причем годовая накопленная доходность была выше почти на 3%. Период 2000–2009 гг. характеризовался отчетливо выраженной отрицательной корреляцией между двумя этими инструментами, тогда как риск по портфелю оказался лишь несколько выше, чем в случае с портфелем, состоящим на 100% из облигаций. Портфель, состоявший на 50% из акций и на 50% из облигаций, характеризовался доходностью, меньшей примерно на 3%, чем у портфеля, состоящего на 100% из облигаций, несмотря на то что его доходность оставалась неизменно положительной в течение всего десятилетия, оказавшегося для акций наихудшим за рассматриваемые нами 60 лет.

На *рис. 3.12* показана разница в риске и доходности для каждого портфеля, состоящего на 50% из акций и на 50% из облигаций, для каждого из десятилетий начиная с 1950 г. Прежде всего заметим, что в каждом десятилетии доходность оставалась неизменно положительной. Обратим внимание и на то, что диапазон колебаний доходности оказался намного шире, чем диапазон колебаний риска. Из этого следует интересный вывод (к которому мы еще вернемся в главе 12): в течение любого десятилетнего периода легче предсказать риск по портфелю, чем доходность портфеля. Требуется около 30 лет, прежде чем появится связь между прогнозируемой доходностью портфеля и риском по портфелю. Вывод: распределение активов — для тех, кто умеет терпеть!

### **РИСУНОК 3.12**

---

Риск и доходность портфеля, состоящего на 50% из акций и на 50% из облигаций, по десятилетиям



## РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ НЕ ГАРАНТИРУЕТ ОТ ОШИБОК

Занимаясь поиском подходящих инструментов, вы можете обнаружить отрицательно коррелированные классы активов. Предполагается, что в долгосрочной перспективе каждый актив в вашем портфеле будет обеспечивать положительную доходность (с учетом инфляции). Следовательно, любой класс активов с отрицательной корреляцией будет практически бесполезен, если инфляция съест всю обеспечиваемую им доходность; от такого класса активов придется отказаться и найти что-либо более подходящее. Отрицательно коррелированный актив может снизить совокупный риск по портфелю, но если он при этом снизит доходность вашего портфеля, то в долгосрочной перспективе такой актив не принесет вам ничего хорошего. Низкий риск на хлеб не намажешь.

Вывод таков: принципиально невозможно найти два отрицательно коррелированных класса активов, чтобы оба они обеспечивали положительную доходность с учетом инфляции. Тем не менее вполне возможно найти несколько классов активов, не коррелированных между собою, но так, чтобы при этом отмечалась достаточная переменная корреляция, результатом которой является относительно

низкая средняя корреляция в течение большинства десятилетних периодов.

Хорошо диверсифицированный портфель включает несколько активов с переменной корреляцией (подробнее о выборе инвестиционных инструментов вы узнаете из материалов части II). Некоторые из таких инструментов будут вести себя несинхронно по отношению к остальной части портфеля, в то время как другие будут изменять свои характеристики синхронно. Невозможно сказать заранее, когда именно тот или иной инструмент станет более коррелированным или менее коррелированным с другими инструментами; именно поэтому рекомендуется включить в портфель какое-то количество непохожих друг на друга инструментов. Наличие в портфеле нескольких видов инструментов с переменными корреляциями обеспечит вам искомое совокупное МРТ-преимущество.

Изучая корреляции между инструментами, принадлежащими к разным классам активов и характеризующимися ожидаемой доходностью, превышающей инфляцию, и применяя определенную стратегию распределения активов с использованием этих инструментов, вы снизите вероятность крупных убытков по портфелю, а со временем снизите и риск по портфелю. Однако вам не удастся полностью устранить риски, даже если включите в свой портфель несколько категорий инструментов.

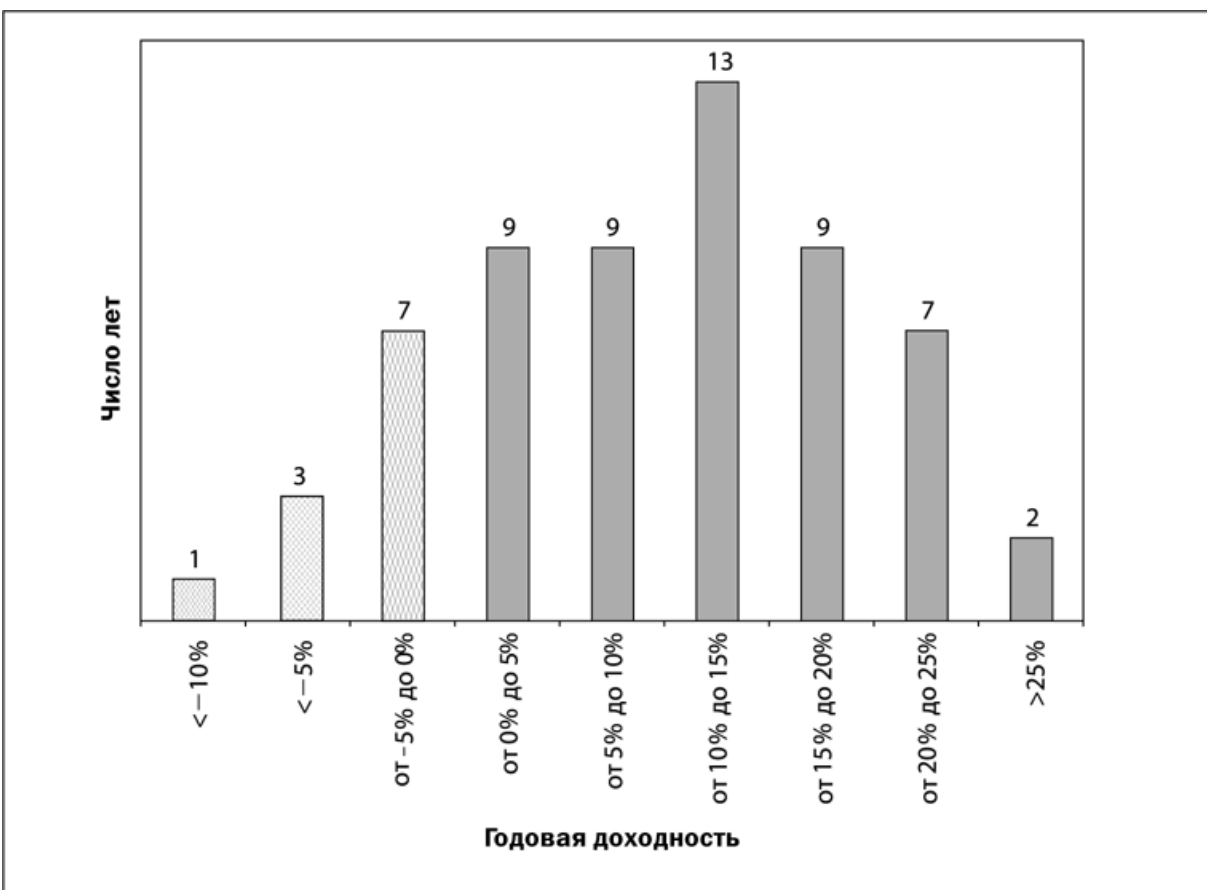
Случаются периоды, когда даже наиболее широко диверсифицированные портфели терпят убытки. При наступлении таких периодов инвестору не остается ничего другого, как отказаться от своего инвестиционного плана в целом, что, конечно же, является далеко не лучшим выходом из ситуации. Попытки угадать момент наступления неблагоприятного периода, чтобы соответствующим образом скорректировать свой портфель, наверняка приведут к еще большим убыткам и доставят вам больше неприятностей, чем неуклонное следование ранее выбранному курсу и своему плану, с которым вы в конечном счете преодолеете любые бури и невзгоды.

На *рис. 3.13* приведен пример ежегодной доходности портфеля, состоящего на 50% из среднесрочных казначейских нот и на 50% из индекса S&P 500. Эта гистограмма охватывает почти 60-летний период (1950–2009 гг.). Большую часть времени доходность находилась в

диапазоне от  $-5\%$  до  $+25\%$ . Наихудшим оказался 2008 г., когда доходность составила  $-11,9\%$ , а наилучшим — 1954 г., когда доходность составила  $+27,7\%$ . На протяжении этих неполных 60 лет был отмечен 11-летний период, когда доходность была отрицательной (таким образом, это происходило примерно раз в 5 лет).

### РИСУНОК 3.13

Плотность распределения годовой доходности портфеля, состоящего на 50% из среднесрочных казначейских нот и на 50% из индекса S&P 500 (1950–2009 гг.)



Убыточность портфеля в отдельно взятом году не означает, что выбранная стратегия распределения активов оказалась в целом ущербной. Это лишь показывает, что убытки время от времени бывают неизбежны. Однако для тех, кто рассчитывает завершать *каждый* год с доходом, периоды убытков (в 1974, 2002 и 2008 гг.) могут означать крах всего инвестиционного плана. Под «крахом» я подразумеваю отказ инвестора от своей долгосрочной стратегии из-за того, что он



понес убытки. На протяжении своей «инвестиционной жизни» вы будете время от времени терпеть убытки. Это неизбежность, с которой необходимо смириться. Лучше подготовиться к этой неприятности загодя, чтобы не нанести непоправимого ущерба своему инвестиционному плану, когда убытки повторятся в будущем.

Если и есть на финансовых рынках нечто такое, о чем можно говорить с полной уверенностью, так это то, что в будущем опять повторится ситуация, когда даже наилучший инвестиционный план понесет убытки. Если вы реализуете ту или иную стратегию распределения активов и полностью отдаете себе отчет в возможных рисках и ограничениях, то в конечном счете вы обязательно воспользуетесь скрытыми выгодами диверсификации, о которых Гарри Марковиц писал более 50 лет назад.

## **ВЫВОДЫ**

Под диверсификацией портфеля мы подразумеваем покупку нескольких различных инструментов с целью снижения вероятности возникновения крупных убытков по портфелю. Распределение активов предполагает оценку ожидаемого риска и доходности различных категорий инструментов, оценку взаимодействия этих классов активов друг с другом и последующее методичное формирование такого портфеля, который с высокой вероятностью позволяет вам достичь поставленных целей при минимально возможном уровне ожидаемого риска по портфелю.

Никакой из вариантов распределения активов не является идеальным. Корреляция между классами активов со временем изменяется, а это приводит к изменениям в диверсификационных преимуществах. Встречаются периоды, когда эффект от диверсификации оказывается незначительным, но временами выгода от диверсификации оказывается большой. Невозможно сказать заранее, когда и насколько изменятся корреляции. Иногда активы в портфеле становятся менее коррелированными, а иногда их корреляция усиливается. Таким образом, в портфеле всегда должно присутствовать несколько различных видов активов; однако в любом случае они должны обеспечивать долгосрочную положительную ожидаемую доходность, превышающую уровень инфляции.

## ГЛАВА 4

---

# Инвестирование в несколько классов активов

### КЛЮЧЕВЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

- Владеть активами нескольких классов выгоднее, чем двумя-тремя.
- Каждый новый и уникальный класс активов помогает снижать риск по портфелю.
- Выбирайте классы активов с положительной реальной доходностью и как можно более низкой корреляцией.
- Можно выбрать хороший вариант распределения активов, но он в любом случае не будет идеальным.

В предыдущей главе мы рассматривали использование двух разных классов активов для формирования портфеля с низким риском и высокой доходностью. Инвестирование в активы нескольких классов предполагает добавление в портфель дополнительных классов активов с целью еще большего снижения риска по портфелю и расширения возможностей для получения более высокой доходности. Невозможно знать заранее, какие виды инструментов обеспечат вам хорошую доходность в тот или иной момент. Следовательно, в портфеле важно все время сохранять все классы активов и ежегодно выполнять ребалансировку портфеля. Таким образом, сущность инвестирования в активы нескольких классов заключается в широкой диверсификации и периодической ребалансировке портфеля с целью управления риском по портфелю.

### РАСШИРЕНИЕ ГРАНИЦ

*Пусть всякий человек разделит свои деньги  
на три части и вложит одну треть  
в землю, одну треть — в дело,  
а еще одну треть оставит про запас.*

Выражаясь современным языком, треть денег нужно хранить в акциях, треть — в облигациях, а последнюю треть вложить в землю. Это обеспечит диверсификацию вашего портфеля и уберезет вас от полного разорения.

В этой главе мы расширим количество классов активов, чтобы рассмотреть, как это повлияет на риск и доходность портфеля. В дополнение к акциям компаний США и среднесрочным казначейским нотам, которые обсуждались ранее, мы рассмотрим три новых категории активов: акции компаний стран Азиатско-Тихоокеанского региона, акции европейских компаний и корпоративные облигации. Включение в портфель нескольких классов активов поможет вам повысить доходность портфеля, не повышая при этом совокупный риск, или ориентироваться на доходность, аналогичную доходности портфеля, включающего только облигации и акции компаний США, но снизить при этом совокупный риск.

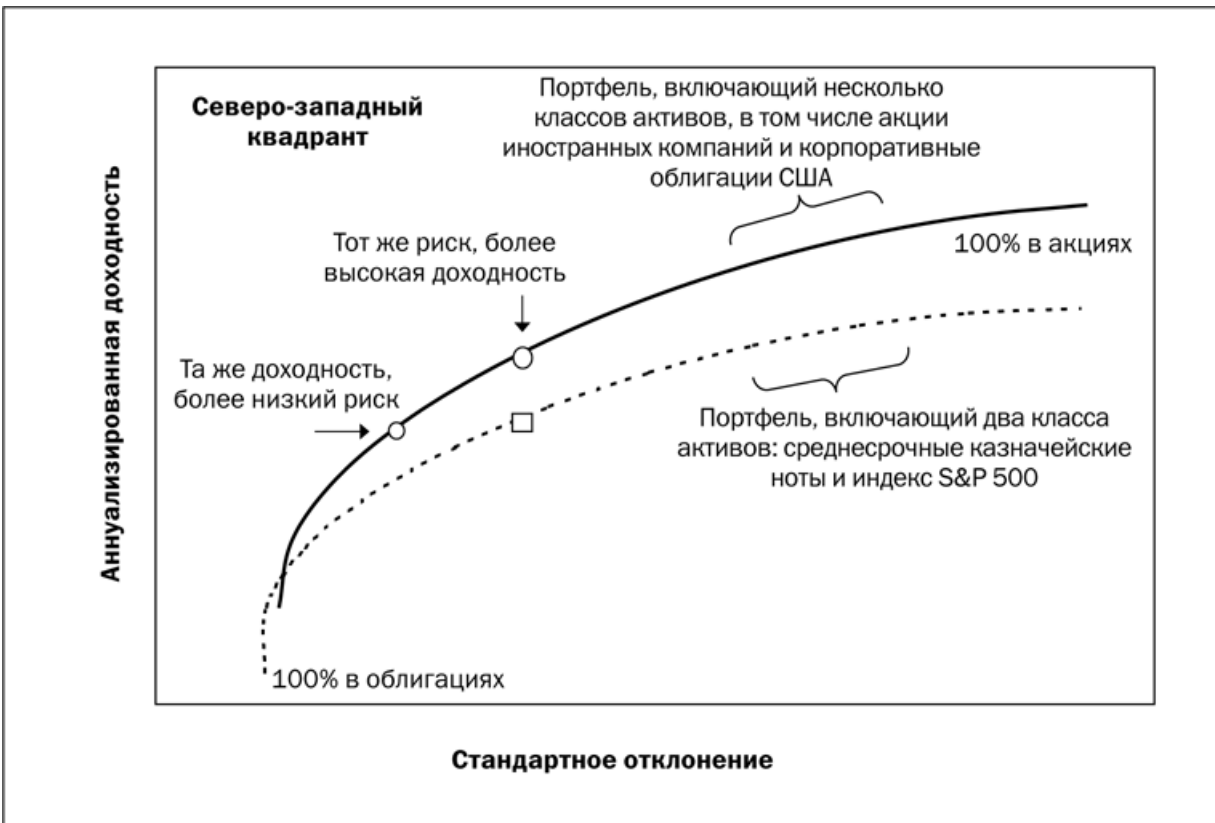
Добавление новых инструментов должно со временем помочь портфелю — если ожидаемая долгосрочная доходность каждого инструмента превышает уровень инфляции и каждый из инструментов имеет уникальный риск, отличающийся от риска других инструментов, уже включенных в ваш портфель. На *рис. 4.1* демонстрируется, как добавление уникальных классов активов влияет на характеристики портфеля, включающего лишь акции компаний США и среднесрочные казначейские ноты, снижая его риск и повышая его долгосрочную доходность. Эти кривые называются «границами эффективности Марковица». Они представляют риск и доходность двух портфелей при разных процентных соотношениях различных классов активов.

Добавление нескольких классов активов сдвигает границу эффективности Марковица в направлении *северо-западного квадранта* диаграммы. Северо-западный квадрант является недостижимой мечтой инвестора — оптимальным портфелем. Граница эффективности Марковица представляет портфель с эффективным сочетанием активов, которое приносит желаемый результат на достаточно продолжительном отрезке времени.

К сожалению, как уже указывалось, такой вариант является недостижимым. По крайней мере в краткосрочной перспективе. Северо-западный квадрант — это ваша цель. Наверняка вы никогда не достигнете этой оптимальной точки на кривой. На достаточно продолжительном отрезке времени инвестирование в несколько классов активов сместит характеристики риска и доходности портфеля в направлении северо-западного квадранта, однако никакое фиксированное сочетание классов активов не может всегда оставаться самым эффективным. Можно потратить всю свою жизнь на поиски идеального портфеля. Однако эффективность портфеля можно оценить лишь задним числом. Нет и не может быть портфеля, включающего фиксированное сочетание инструментов, которое неизменно будет обеспечивать вам высокую доходность и низкий совокупный риск.

#### РИСУНОК 4.1

Использование портфелей, включающих несколько классов активов, обеспечивает смещение в направлении северо-западного квадранта



Время от времени можно пытаться менять распределение активов в своем портфеле, исходя из оценки будущей доходности, но это лишь повышает риск по портфелю. Если бы в начале марта 2009 г. вы, прислушавшись к мнению экспертов, предсказывавших падение стоимости акций, исключили акции из своего портфеля, то упустили бы возможность воспользоваться 60%-ным ростом цен, происходившим до самого конца 2009 г.

Стратегии, описываемые в этой книге, зачастую кажутся противоречащими здравому смыслу и тому, что, на первый взгляд, происходит на рынках. Когда доходность какого-либо инструмента снижается, рекомендуется наращивать его долю в портфеле; когда же доходность какого-либо инструмента повышается, рекомендуется сокращать его долю в портфеле. Регулярная ребалансировка в портфеле, включающем несколько классов активов, означает продажу какой-то доли активов того класса, доходность которого растет, и покупку какой-то доли класса активов, доходность которого снижается. На это бывает нелегко решиться, когда окружающие советуют поступать наоборот.

## **АКЦИИ ИНОСТРАННЫХ КОМПАНИЙ**

Из трех новых классов активов, о которых говорится в этой главе, первые два являются индексами акций иностранных компаний. Практика показывает, что акции иностранных компаний предоставляют американским инвесторам несколько существенных выгод. Во-первых, эти акции не всегда коррелируют с поведением рынков ценных бумаг США, что создает благоприятную возможность, обусловленную диверсификацией. Во-вторых, акции иностранных компаний котируются в иностранной валюте. Это обеспечивает инвесторам защиту от снижения курса доллара США. То и другое — важные причины для включения акций иностранных компаний в портфель.

Роджер Гибсон, дипломированный финансовый аналитик (CFA) и специалист по финансовому планированию (CFP), считается признанным авторитетом по вопросам распределения активов. Его первая книга «Формирование инвестиционного портфеля: управление финансовыми рисками»<sup>[17]</sup> является классическим трудом по

распределению активов. В марте 1999 г. Гибсон опубликовал в Journal of Finance статью под заглавием The Rewards of Multiple-Asset-Class Investing («Преимущества инвестирования во многие классы активов»), впоследствии удостоенную ряда премий. В этой статье подчеркиваются выгоды международного инвестирования:

«Диверсификация по двум основным формам инвестирования в ценные бумаги с несхожими картинами изменения доходности позволяет еще больше снизить инвестиционный риск. Результатом применения такого подхода является сбалансированный портфель с уклоном в сторону акций, подходящий для инвестора с более продолжительным временным горизонтом инвестирования — инвестора, заботящегося одновременно о риске и доходности. Это на удивление элегантная и мощная стратегия распределения активов».

Акции иностранных компаний охватывают все компании, акции которых находятся в свободном обращении, а штаб-квартиры расположены за пределами США. В их число входят крупные компании развитых стран, такие как японская Sony Corporation, и мелкие компании развивающихся стран, такие как венгерская Danubius Hotel, штаб-квартира которой расположена в Будапеште. В целом насчитывается свыше 20 000 зарубежных компаний, акции которых активно торгуются на зарубежных фондовых биржах.

Несколько составителей (провайдеров/разработчиков) индексов охватывают все мировые финансовые рынки. Они предлагают индексы отдельных стран, региональные и глобальные индексы. Например, Morgan Stanley Capital International (MSCI) предлагает страновые индексы по десяткам рынков. Кроме того MSCI группирует страны по регионам. Индекс MSCI стран Азиатско-Тихоокеанского региона включает Японию, Сингапур, Австралию и Новую Зеландию. Европейский индекс MSCI включает Великобританию и несколько континентальных европейских стран, в том числе Германию, Францию, Испанию, Италию, Швецию и Швейцарию.

Зарубежные индексы доступны как в валютах отдельных стран, так и в долларах США, а это очень важно для американского инвестора при оценке доходности. Индексы в местных валютах отражают доходность для людей, проживающих в соответствующих странах, а индексы в долларах США отражают доходность для американских

инвесторов, вернее то, что получают эти инвесторы после конвертации местной валюты в доллары США. Новостные средства массовой информации в Соединенных Штатах, как правило, публикуют лишь показатели доходности в долларах США, что не является точным отражением доходности соответствующих акций на местных рынках. Временами отмечаются значительные различия в доходности в зависимости от текущего соотношения курсов доллара и местной валюты.

Доходность в долларах США также значительно различается в зависимости от географического региона. В *табл. 4.1* представлена выборка доходности (в долларах США) акций компаний высокой капитализации, представляющих три глобальных региона: США, Европу и Азиатско-Тихоокеанский регион. Заштрихованная ячейка представляет географический регион, имевший самый высокий индекс доходности в соответствующем году. В разные годы самая высокая доходность отмечается в разных регионах мира. Нет такой формулы или системы распознавания образов, с помощью которых можно было бы предсказать, в каком регионе мира будет отмечена самая высокая доходность в следующем году.

Распределение активов по этим трем регионам оказалось хорошей стратегией. Такое распределение активов обеспечило более высокую доходность с поправкой на риск, чем инвестирование лишь в американские ценные бумаги. На *рис. 4.2* представлена диаграмма риска и доходности для акций компаний США и иностранных компаний с 10%-ными приращениями, начиная с нулевой доли зарубежных акций (крайняя точка слева) и заканчивая нулевой долей акций компаний США (крайняя точка справа). Международный индекс разделен поровну между акциями компаний стран Азиатско-Тихоокеанского региона и европейских компаний (при условии, что ребалансировка проводится ежегодно). Международный композитный индекс приводится за 1973 г.

**ТАБЛИЦА 4.1**

Акции компаний США, европейских компаний и компаний стран Азиатско-Тихоокеанского региона

Год	S&P 500	Индекс акций	Индекс акций компаний
-----	---------	--------------	-----------------------

	европейских компаний	стран Азиатско-Тихоокеанского региона
1985	32,2	75,1
1986	18,5	42,7
1987	5,2	13,4
1988	16,8	15,4
1989	31,5	26,9
1990	-3,2	-1,0
1991	30,6	14,7
1992	7,7	-3,6
1993	10,0	29,5
1994	1,3	2,4
1995	37,4	22,6
1996	23,1	23,9
1997	33,4	21,8
1998	28,6	24,5
1999	21,0	19,2
2000	-9,1	-10,1
2001	-11,9	-18,8
2002	-22,1	-17,2
2003	28,7	39,0
2004	10,9	21,7
2005	4,9	10,4
2006	15,8	34,6
2007	5,5	12,3
2008	-37,0	-47,3
2009	26,5	35,8

Наибольший интерес на *рис. 4.2* представляют четыре точки: две крайние точки, 30%-ная и 70%-ная позиции в акциях иностранных компаний. Эти две точки свидетельствуют о том, что акции компаний США характеризуются меньшим риском и меньшей доходностью, чем комбинация акций иностранных компаний. В случае этой 30%-ной позиции инвестору обеспечивалась доходность, приблизительно на



0,5% большая, чем доходность фондового рынка США, — без какого бы то ни было дополнительного риска. После этой точки каждое приращение доходности достигалось за счет повышения риска. Точка, соответствующая 70%-ной позиции в акциях иностранных компаний, является точкой перегиба рассматриваемой нами кривой; в этой точке приращение доходности, по сути, заканчивается. После этого наращивание доли в акциях иностранных компаний приводит главным образом к росту риска.

**РИСУНОК 4.2**

Сочетание акций из S&P 500 и иностранных компаний (1973–2009 гг.)



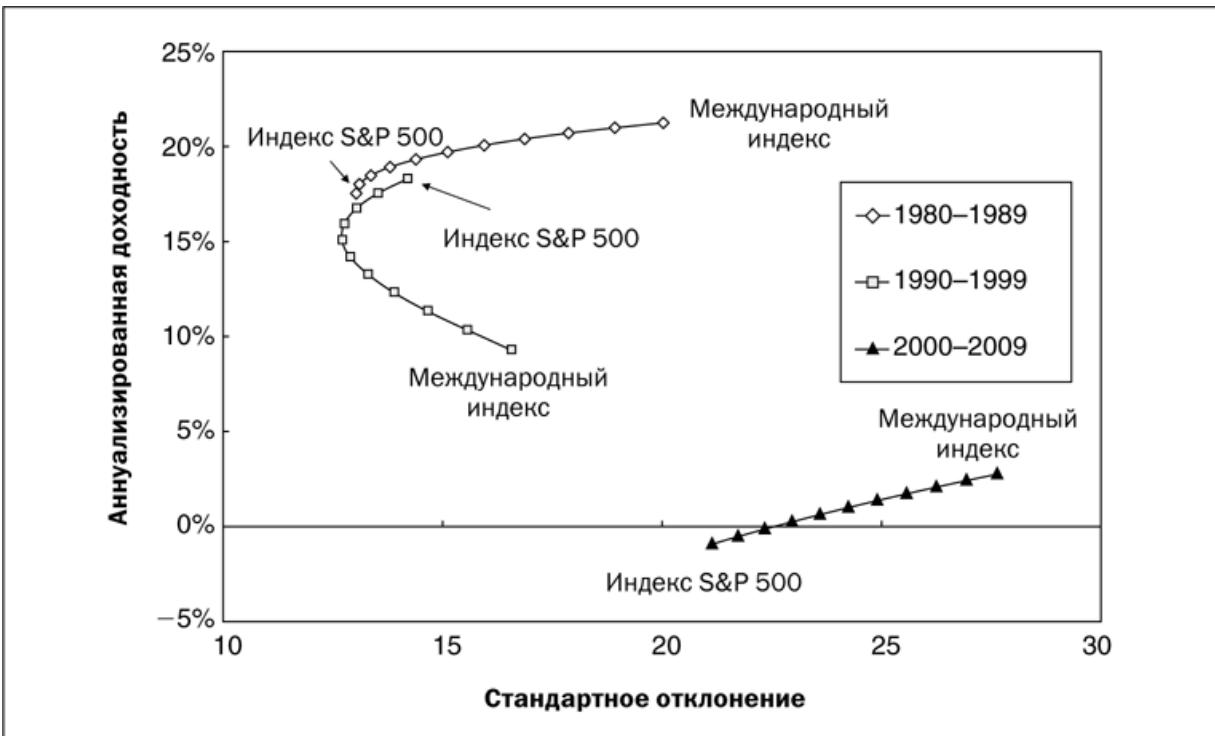
Инвестирование в несколько классов активов сказывается на достаточно продолжительном отрезке времени; во всяком случае его положительный эффект проявляется не в каждом десятилетии. Отмечаются длительные периоды, когда добавление акций иностранных компаний в портфель снижает его доходность по сравнению с тем, какой она могла бы быть, если бы там присутствовали лишь акции компаний США; бывают периоды, когда (с учетом поправки на добавленный риск) добавление акций

иностранных компаний в портфель не обеспечивает выигрыша в доходности. На рис. 4.3 представлена диаграмма риска и доходности за 30 лет начиная с 1980 г., причем каждое десятилетие рассматривается независимо от остальных.

Акции иностранных компаний отличаются от акций компаний США большей волатильностью в течение всех трех последних десятилетий, хотя они всегда характеризовались более высокой доходностью. В 1990-е годы доходность акций компаний США ежегодно превосходила доходность акций иностранных компаний на 8%. Это заставило несколько известных личностей из мира инвестиций усомниться в целесообразности инвестирования в акции иностранных компаний. Одним из усомнившихся оказался Джон Богль, основатель семейства взаимных фондов Vanguard Group.

#### РИСУНОК 4.3

Акции в составе индекса S&P 500 и акции иностранных компаний: риск и доходность в течение различных десятилетий



Я очень уважаю Джона Богля, хотя и не всегда соглашусь с ним. Это как раз тот случай, когда я не согласен с его выводом. Ситуация в

отдельно взятом десятилетии — еще не повод, чтобы навсегда отказаться от инвестирования в акции иностранных компаний. К концу 2009 г., после того как доходность акций иностранных компаний значительно превзошла доходность акций компаний США, люди убедились в преимуществах покупки зарубежных активов. Даже Джон Богль поменял свою точку зрения и в настоящее время не возражает против размещения до 20% капитала в индексных фондах акций иностранных компаний.

Были и наверняка будут наступать периоды, когда акции иностранных компаний будут снижать риск по портфелю и повышать доходность; были и наверняка будут периоды, когда будет складываться обратная ситуация. Однако на достаточно продолжительном отрезке времени, соизмеримом с продолжительностью человеческой жизни, инвестирование в акции иностранных компаний является одним из способов добавить диверсификационное преимущество в сравнении с инвестированием исключительно в акции компаний США.

## **КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ**

Среднесрочные казначейские ноты оказались единственным классом активов с фиксированной доходностью, который мы обсуждали до сих пор. Вторым классом активов с фиксированной доходностью, с которым нам предстоит познакомиться, является индекс среднесрочных корпоративных облигаций США инвестиционного класса. В расчет этого индекса входят облигации, выпущенные в США, главным образом, американскими корпорациями, а также некоторые облигации, выпущенные крупными зарубежными корпорациями, если эти облигации обращаются в США и номинированы в долларах США.

В *табл. 4.2* приведена выборка периодической доходности индексов Barclays Capital Intermediate Term Treasury Index и Barclays Capital U.S. Intermediate Credit Index. «Intermediate» означает, что срок погашения облигаций, входящих в расчет этого индекса, составляет 6–10 лет. С практической точки зрения слово *credit* означает «корпоративный».

Причиной, по которой в индексах облигаций используется именно слово *credit*, а не «корпоративный», является исключительно семантика. Корпорации действительно выпускают все облигации в кредитном индексе; однако небольшая часть этих облигаций представляет собой ценные бумаги, обеспеченные активами, и коммерческие закладные. Облигации, обеспеченные активами, обеспечиваются дебиторской задолженностью (например, задолженностью по кредитной карте), а не корпорацией, которая выпустила такие облигации. Любая ценная бумага, обеспеченная активами, представляет собою самостоятельный объект, имеющий свой собственный кредитный рейтинг. Если по облигации, обеспеченной активами, будет объявлен дефолт, то компания, которая обеспечила облигацию соответствующими активами, не будет считаться неплатежеспособной и не будет обязана выплачивать проценты и основную сумму обязательств по данной ценной бумаге.

Заштрихованные ячейки в *табл. 4.2* представляют самый высокодоходный индекс за соответствующий год. Интуитивно можно было бы предположить, что доходность корпоративных облигаций окажется выше доходности казначейских облигаций, поскольку процентная ставка по корпоративным облигациям выше (см. главу 6). Да, но это не всегда так. Доходность казначейских облигаций была выше доходности корпоративных облигаций в 9 случаях за 25 лет (1985–2009 гг.).

«Спред доходности» — это разница в доходности к погашению между двумя индексами ценных бумаг. Спред доходности между казначейскими и корпоративными облигациями расширяется или сужается в зависимости от изменений, происходящих на каждом из рынков. Когда корпоративные спреды сужаются, корпоративные облигации демонстрируют лучшие показатели. Когда этот спред расширяется, лучшие показатели демонстрируют казначейские облигации.

**ТАБЛИЦА 4.2**

Индексы казначейских и корпоративных облигаций

Год	Среднесрочные казначейские	Среднесрочный кредитный индекс	Доходность кредитного индекса минус доходность казначейских
-----	----------------------------	--------------------------------	---

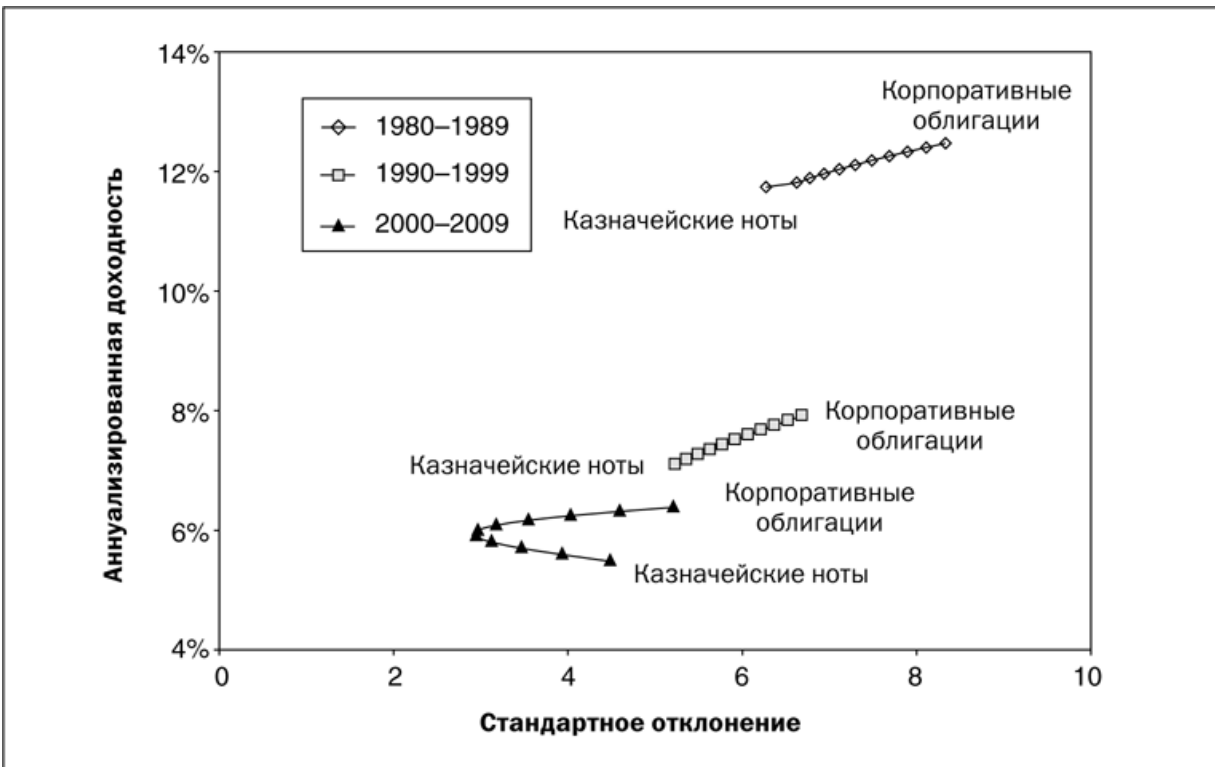
	облигации Barclays	Barclays	облигаций
1985	17,8	18,5	0,7
1986	13,0	13,5	0,5
1987	3,6	3,9	0,3
1988	6,3	8,0	1,7
1989	12,7	12,9	0,3
1990	9,5	7,6	-1,8
1991	14,1	16,6	2,5
1992	6,9	8,2	1,2
1993	8,2	11,1	2,9
1994	-1,8	-2,6	-0,9
1995	14,4	19,2	4,8
1996	4,0	4,0	0,0
1997	7,7	8,4	0,7
1998	8,6	8,3	-0,3
1999	0,4	0,2	-0,2
2000	10,3	9,4	-0,8
2001	8,2	9,8	1,6
2002	9,3	10,1	0,8
2003	2,1	6,9	4,8
2004	2,0	4,1	2,1
2005	1,6	1,4	-0,1
2006	3,5	4,5	1,0
2007	8,8	5,6	-3,2
2008	11,4	-2,8	-14,1
2009	-1,4	15,9	17,3

Существует ряд факторов, объясняющих, почему спред доходности увеличивается или уменьшается. Эти факторы, как правило, связаны с цикличностью подъемов и спадов в экономике. Спреды доходности расширяются, когда инвесторы наблюдают ухудшение экономических условий, и наоборот. Более подробная информация о поведении кредитных спредов и об инвестировании в облигации приведена в главе 8.

На рис. 4.4 следует обратить внимание на динамику того, как в последние 10 лет отрицательная корреляция между доходностью казначейских облигаций и корпоративных облигаций снижала риск владения ценными бумагами фиксированной доходности. В большинстве десятилетних периодов корпоративные облигации обеспечивали более высокую (и не меньшую) доходность, чем казначейские облигации, а именно, в годы, когда их доходность не превосходила доходность казначейских облигаций.

**РИСУНОК 4.4**

Среднесрочные казначейские ноты и среднесрочные корпоративные облигации: риск и доходность в разные десятилетия



Средняя корреляция между индексом казначейских облигаций и кредитным индексом составила за продолжительный период времени около +0,8. Это означает, что два данных инструмента изменяются синхронно. Однако случаются периоды, когда средняя корреляция принимает четко выраженный отрицательный характер, а величины доходности инструментов существенно различаются. Самый недавний случай возникновения отрицательной корреляции между этими двумя

инструментами относится к периоду 2007–2009 гг. Этот период принес инвесторам значительную диверсификационную выгоду.

## **ПРИМЕР ИНВЕСТИРОВАНИЯ В АКТИВЫ НЕСКОЛЬКИХ КЛАССОВ**

Ниже приведен пример портфеля, состоящего из активов пяти классов, которые рассматривались в этой главе:

- акции компаний США высокой капитализации (индекс S&P 500);
- акции компаний высокой капитализации стран Азиатско-Тихоокеанского региона;
- акции европейских компаний высокой капитализации;
- среднесрочные казначейские ноты;
- среднесрочные корпоративные облигации, номинированные в долларах США.

В иллюстративных целях используется следующее распределение акций иностранных компаний и облигаций США с фиксированной доходностью:

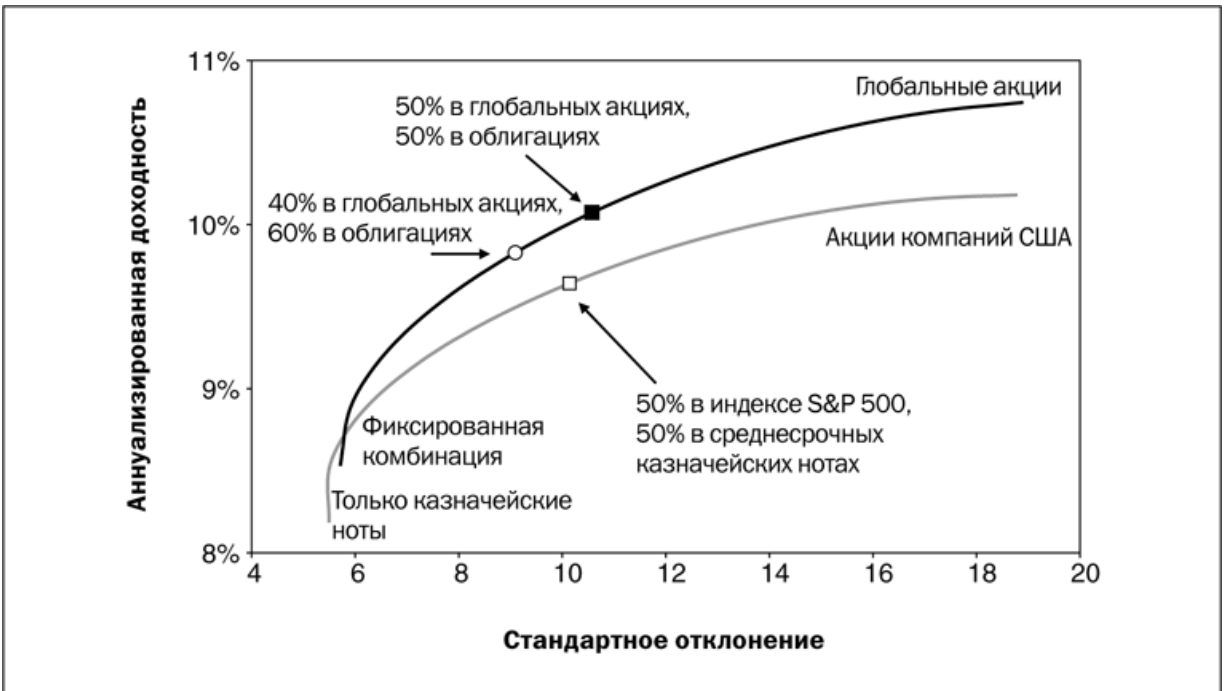
- акции иностранных компаний = S&P 500 (70%); индекс акций компаний Азиатско-Тихоокеанского региона (15%); индекс акций европейских компаний (15%);
- облигации = Barclays Intermediate-Term Treasury Index (50%) и Barclays Intermediate-Term Credit Index (50%).

На *рис. 4.5* хорошо видна разница в характеристиках риска и доходности между портфелем, состоящим из активов двух классов, и портфелем, состоящим из активов нескольких классов. Портфель, состоящий из активов двух классов, содержит акции компаний США и казначейские ценные бумаги, а портфель, состоящий из активов нескольких классов, содержит описанную выше совокупность акций иностранных компаний и совокупность ценных бумаг с фиксированной доходностью.

### **РИСУНОК 4.5**

---

Сравнение портфеля, состоящего из нескольких классов активов, и портфеля, состоящего из двух классов активов (1973–2009 гг.)



**ТАБЛИЦА 4.3**

Доходность портфеля за период 1973–2009 гг.

<b>S&amp;P 500 + казначейские облигации</b>	<b>100% казначейских ценных бумаг</b>	<b>50% S&amp;P 500, 50% казначейских нот</b>	<b>100% S&amp;P 500</b>
Совокупная доходность, %	7,7	9,1	9,7
Стандартное отклонение, %	5,5	10,1	18,8
<b>Несколько классов активов</b>	<b>100% облигаций</b>	<b>50% акций иностранных компаний, 50% облигаций</b>	<b>100% акций</b>
Совокупная доходность, %	8,0	9,6	10,2
Стандартное отклонение, %	5,7	10,6	18,9

Данные табл. 4.3 иллюстрируют рост доходности и снижение риска в результате использования принципа формирования портфеля из нескольких классов активов в период 1973–2009 гг. За данное время доходность портфеля, включающего несколько классов активов (50% акций и 50% облигаций), повысилась на 0,4% в годовом исчислении в сравнении с использованием только казначейских облигаций и акций



компаний США. Портфель, включающий несколько классов активов и содержащий только 40% акций, обеспечил более высокую доходность и меньший риск, чем портфель, состоящий на 50% из акций компаний США и казначейских нот. Добавление еще трех классов активов к акциям компаний США и казначейским нотам сместило границу эффективности Марковица в направлении желательного для нас северо-западного квадранта диаграммы.

Вас, наверное, интересует, зачем ломать себе голову над инвестированием в несколько классов активов ради столь незначительной процентной прибавки в доходности или снижения риска. Во-первых, наш пример включает лишь пять классов активов, а вы, наверное, предпочтете большее их количество. При использовании большего числа классов активов диверсификационная выгода должна возрасти. Во-вторых, выигрыш в доходности портфеля при использовании стратегии распределения активов измеряется долями процента. Выигрыш в доходности, составляющий 0,4%, кажется на первый взгляд незначительным, но если сумма инвестиции составляет 100 тыс. долл., то за 10 лет такое увеличение доходности означает, что стоимость вашего портфеля вырастет более чем на 4 тыс. долл.

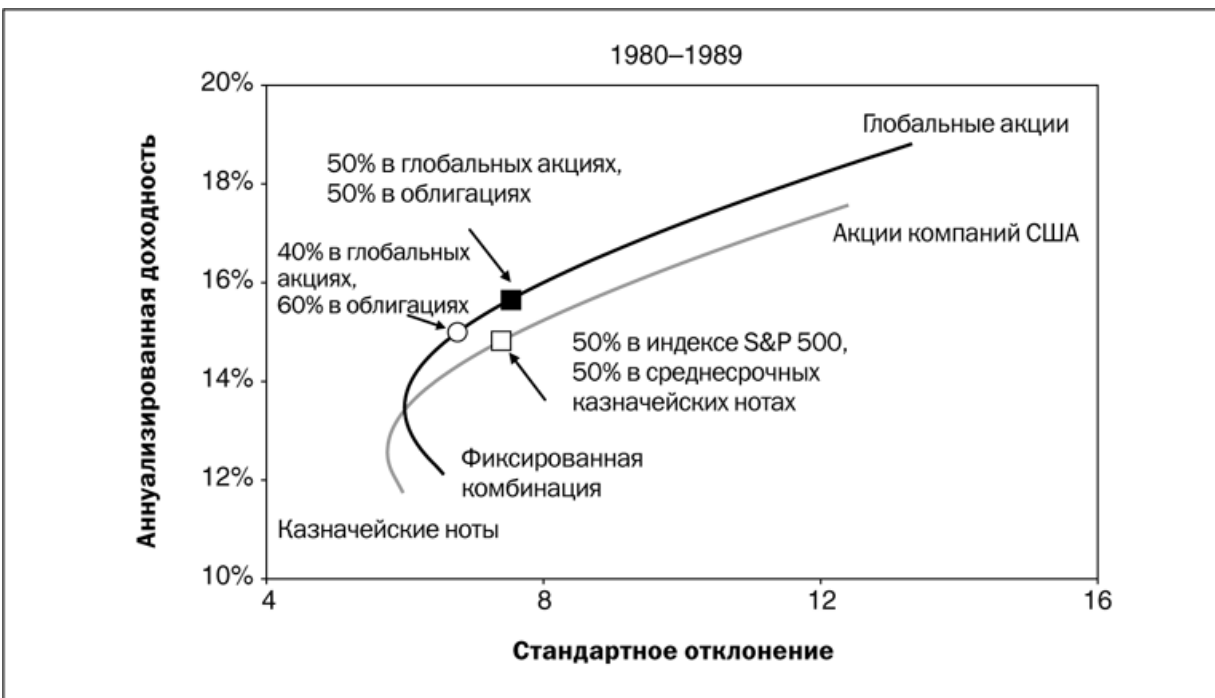
Бранч Рики<sup>[18]</sup> был одним из руководителей высшей бейсбольной лиги. Этот человек с новаторским стилем мышления прославился тем, что привлек в бейсбол большое число чернокожих игроков и разработал структуру современной системы низших бейсбольных лиг. Рики однажды сказал: «В бейсболе счет зачастую идет на дюймы». Примерно то же можно сказать о распределении активов: в распределении активов счет зачастую идет на так называемые базовые пункты. Один базовый пункт эквивалентен доходности, равной 0,01%. Если, например, вам удастся добавить к своей ежегодной доходности 10 базовых пунктов (0,1%), не повысив при этом риск, то сумма, которой вы будете располагать на пенсии, повысится весьма существенно (если вы поставили перед собой именно такую цель). Так почему бы не постараться обеспечить себе подобную прибавку?

На *рис. 4.6–4.8* наглядно показаны характеристики риска и доходности портфеля, включающего пять классов активов, в сравнении с соответствующими характеристиками портфеля,

включающего два класса активов, в течение трех разных десятилетий. Стратегия распределения активов, которая хорошо зарекомендовала себя в каком-то из периодов, может оказаться менее привлекательной в следующем периоде. Совокупность диаграмм приведена здесь для того, чтобы показать, что выгоды распределения активов зачастую бывает очень трудно оценить на коротком отрезке времени. Именно поэтому многие скептики говорят: «Распределение активов бесполезно». Им просто не хватает терпения и способности мыслить не только сегодняшним днем. Они ищут быстрых и легких решений. Инвестирование в несколько классов активов требует от инвестора готовности ждать требуемого результата и настойчиво двигаться к поставленной цели. Выбрав этот путь, вы должны идти им всю жизнь — лишь в этом случае вы добьетесь требуемого результата. В каком-то смысле это похоже на выбор профессии или на решение кардинально сменить профессию.

#### РИСУНОК 4.6

Сравнение портфеля, включающего несколько классов активов, и портфеля, включающего индекс S&P 500 и среднесрочные казначейские ноты (1980–1989 гг.)

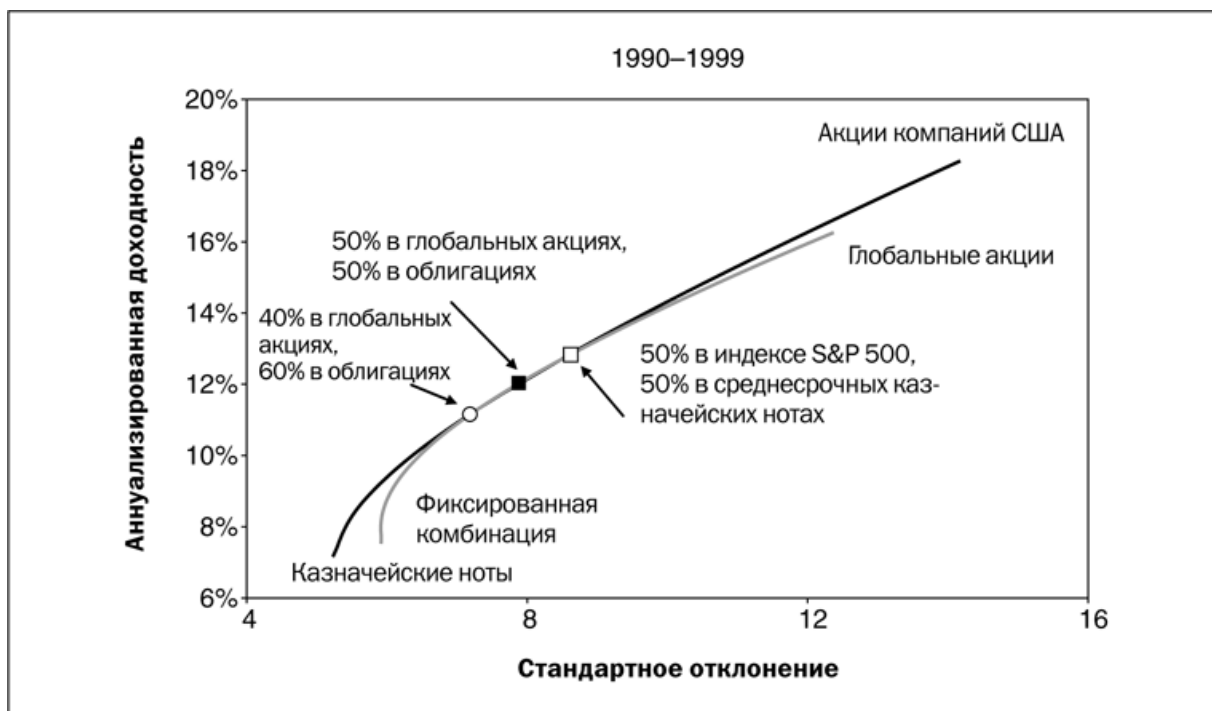


Как показано на *рис. 4.6*, в период 1980–1989 гг. инвестирование в несколько классов активов (в данном случае инвестирование в акции иностранных компаний) принесло очень хорошие плоды. Стратегия использования нескольких классов активов обеспечила рост доходности приблизительно на 0,8% при несущественном увеличении риска.

Как следует из диаграммы на *рис. 4.7*, в период 1990–1999 гг. диверсификация портфеля не принесла желаемого результата. Использование в этот период портфеля, включающего несколько классов активов, привело к снижению доходности; правда, риск также несколько снизился. Это заставило часть инвесторов к концу рассматриваемого десятилетия усомниться в выгоды инвестирования в зарубежные активы.

#### РИСУНОК 4.7

Сравнение портфеля, включающего несколько классов активов, и портфеля, включающего индекс S&P 500 и среднесрочные казначейские ноты (1990–1999 гг.)



Первое десятилетие нового тысячелетия показало инвестиционные результаты, радикально отличающиеся от предыдущего десятилетия. Как видно из графика на *рис. 4.8*, картина доходности и риска

инвестирования в несколько классов активов изменилась на почти противоположную той, что наблюдалась в предыдущем десятилетии. Доходность инвестиций в акции иностранных компаний существенно повысилась.

#### РИСУНОК 4.8

Сравнение портфеля, включающего несколько классов активов, и портфеля, включающего индекс S&P 500 и среднесрочные казначейские ноты (2000–2009 гг.)



Современная портфельная теория сокращает количество и масштаб нежелательных исходов, но не устраняет их полностью. Инвестирование в несколько классов активов является важной составляющей этого процесса. Важно сформировать надлежащий «глобальный» портфель, с которым вы будете чувствовать себя комфортно при любой ситуации на рынке, поскольку на протяжении жизни вам не раз придется столкнуться с неблагоприятными ситуациями.

**ПРОДОЛЖЕНИЕ «ПУТЕШЕСТВИЯ НА СЕВЕРО-ЗАПАД»**

Поиск подходящего портфеля с несколькими классами активов только начинается. К акциям компаний США и казначейским облигациям мы добавили три новых класса активов: акции европейских компаний, акции компаний Азиатско-Тихоокеанского региона и корпоративные облигации США. Можно добавить немало других классов активов. В части II настоящей книги рассматриваются параметры для выявления новых классов активов, которые могут сместить границу эффективности Марковица в направлении северо-западного квадранта.

В качестве прелюдии к части II мы рассмотрим сейчас пять пунктов, касающихся выявления классов активов, которые помогли бы нам сместить границу эффективности Марковица в требуемом направлении.

1. Почти невозможно найти низкзатратные классы активов, в которые можно было бы осуществлять инвестирование и которые всегда были бы отрицательно коррелированными (или хотя бы некоррелированными) между собою. Большинство классов активов, которые вам удастся найти и в конечном счете использовать, будут положительно коррелированы между собой, по крайней мере какую-то часть времени. Избежать этого невозможно.
2. Корреляция между классами активов может меняться, и это случается довольно часто. Активы, которые были когда-то некоррелированы, в будущем могут стать коррелированными, и наоборот. Прошлые корреляции позволяют сделать предположение относительно будущего, однако это предположение весьма ненадежно. Не верьте исследованиям или книгам, в которых утверждается, что «корреляция между классом активов-1 и классом активов-2 такая-то...», поскольку к моменту публикации этих материалов корреляция между классом активов-1 и классом активов-2 вполне может измениться на противоположную. Будущие риски, доходность и корреляцию между классами активов предсказать невозможно. Следовательно, сформировать идеальный состав инвестиционного портфеля также невозможно.

3. В периоды экстремальной волатильности, когда особенно желательна низкая корреляция между разными классами активов, может резко повыситься положительная корреляция по всем классам активов. Во время финансового кризиса 2007–2009 гг. снижалась доходность практически всех классов активов с любым значимым риском. В число этих активов входили и товары, которые настойчиво рекламировались советниками по инвестициям как надежное прибежище капиталов в периоды «медвежьего» фондового рынка. Между тем в 2008 г. доходность товаров оказалась даже ниже доходности акций.
4. Американский и зарубежные фондовые рынки особенно уязвимы к высоким корреляциям в периоды «медвежьих» рынков. После того как 11 сентября 2001 г. был атакован Всемирный торговый центр, фондовые биржи всего мира «просели» более чем на 5%. В то ужасное время никакая диверсификация с помощью акций иностранных компаний не помогла бы инвестиционному портфелю.
5. Портфель с боим количеством классов активов лучше портфеля с меньшим количеством классов активов (с учетом определенных ограничений). Любое диверсификационное преимущество обычно уменьшается после включения в портфель примерно 12 разных активов, а затраты, необходимые для сопровождения такого портфеля, возрастают.

Распределение активов требует не меньше здравого смысла, чем любые сложные математические расчеты. Таким образом, изучение вами данной стратегии на этом отнюдь не завершается. Имеется ряд книг, сайтов и компьютерных программ, которые помогут вам в этом деле. Хорошей отправной точкой может служить уже упомянутая мною книга Роджера Гибсона «Формирование инвестиционного портфеля: управление финансовыми рисками»; то же можно сказать и о книгах Уильяма Бернштейна «Разумное распределение активов»<sup>[19]</sup> и *The Four Pillars of Investing*<sup>[20]</sup> («Четыре столпа инвестирования»). Я не во всем согласен с тем, как эти авторы выбирают классы активов, но в целом я присоединяюсь к ним на 90%. Злейшим врагом хорошего плана является погоня за идеальным планом, поскольку гнаться за ним

можно до бесконечности. Составляя идеальный план, вы наверняка погрязнете в мелочах. Вас настигнет «аналитический паралич», который не даст завершить начатое дело. Не поддавайтесь искушению достичь идеала. Вместо этого постарайтесь сформировать *хороший* план, реализуйте и придерживайтесь его. Поступая так, вы окажетесь гораздо ближе к намеченной цели.

Лучший портфель, который вы можете сформировать, — это портфель, отвечающий вашим потребностям. Если вас устраивает выбранное распределение, то вы сможете придерживаться своего плана в течение долгого времени и при любых условиях, складывающихся на рынках. А это гораздо важнее, чем погоня за «идеальным» планом.

## **ПОСЛЕДНИЕ ЗАМЕЧАНИЯ ОТНОСИТЕЛЬНО ИНВЕСТИРОВАНИЯ В НЕСКОЛЬКО КЛАССОВ АКТИВОВ**

Существует ряд способов формирования портфеля из нескольких классов активов. Один из способов — ответы на вопросы специализированной интернет-анкеты. Проблема с этим подходом заключается в том, что компьютер — исключительно математический инструмент, который полагается в основном на прошлые риски, доходность и корреляцию. По сути, компьютерное моделирование исходит из того, что сценарий развития событий в прошлом является самым вероятным сценарием развития событий в будущем. Это крайне ненадежный способ принятия инвестиционных решений. Мир находится в состоянии непрерывного изменения, и никакое компьютерное моделирование не в состоянии точно предсказать перемены, которые ожидают нас в будущем, и то, как эти перемены повлияют на портфель.

К тому же компьютер не знает, кто вы, и не может оценить особенности вашего характера, чтобы рекомендуемое им распределение активов в точности соответствовало вашим потребностям. Он не знает, в какой мере вы застрахованы от безработицы, каково состояние вашего здоровья и нет ли у вашей семьи каких-то особых потребностей. Он не знает, имеют ли ваши дети, а также и ваши родители, финансовую независимость (и как долго она сохранится, если имеется). Никакой компьютер на свете не

ответит вам, сохранится ли система социального обеспечения в ее нынешнем виде лет этак через 25.

Компьютерная модель, основывающаяся на ограниченном количестве фактов, заложенных в нее, может быть безупречна с математической точки зрения, но выдаваемый ею ответ окажется бесполезным для вас, если рекомендуемое ею распределение активов не соответствует особенностям вашего характера, вашим жизненным обстоятельствам и целям, которые вы поставили перед собой. Лично я верю в более содержательный, взвешенный и субъективный подход к распределению активов.

Потребности, жизненный опыт и обстоятельства каждого инвестора строго индивидуальны. Задача инвестора заключается в том, чтобы сформировать портфель, который обеспечивал бы потенциальную доходность, достаточную для достижения финансовых целей, оставаясь при этом в определенном диапазоне риска, чтобы решения, продиктованные эмоциональными порывами в периоды неблагоприятной ситуации на рынках, не помешали реализовать выбранную стратегию распределения активов. Математические модели помогают нам при формировании портфеля, но после этого верх должен взять здравый смысл.

Подход, рекомендуемый в этой книге, заключается в том, чтобы использовать двухсторонний процесс. Необходимо добиться оптимального сочетания рационального (за которое ответственно левое полушарие нашего мозга) и эмоционального (за которое ответственно правое полушарие) решений. Информацию об этом двуедином процессе управления портфелем, в котором задействованы левое и правое полушария нашего мозга, можно найти далее в частях II и III настоящей книги.

## **ВЫВОДЫ**

Инвестирование в несколько классов активов снижает портфельный риск и делает более вероятным повышение доходности. Включить в портфель несколько разных классов активов лучше, чем ограничиться двумя-тремя. Каждый новый класс активов снижает совокупный риск по портфелю. Добавив в портфель несколько разных классов активов и секторов, вы можете сформировать эффективную совокупность



инвестиций, совместное действие которых позволит вам достичь своих финансовых целей с меньшим риском и более высокой ожидаемой доходностью.

Поиск классов активов с низкой корреляцией — непростая задача. Корреляция между разными классами активов в различные периоды времени может меняться в значительных пределах. Следовательно, для оценки целесообразности включения того или иного класса активов в ваш портфель требуется определенная методология. Такой метод рассматривается во второй части этой книги.

Самым опасным врагом надежного распределения активов является погоня за «идеальным» распределением активов. Не поддавайтесь искушению достичь идеала. Вместо этого постарайтесь сформировать *хороший* портфель, включающий несколько классов активов, реализуйте составленный вами план и придерживайтесь его. Уверен, что достигнутый результат вас порадует.

ЧАСТЬ II

---

## Выбор классов активов

## ГЛАВА 5

---

# Модель выбора инвестиционных инструментов

### КЛЮЧЕВЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

- Все классы активов должны иметь реальную ожидаемую доходность выше инфляции.
- Риски классов активов должны существенно отличаться друг от друга.
- Проведение анализа скользящей корреляции позволяет выявить уникальные риски среди классов активов.
- Ликвидные и низкзатратные фонды должны быть общедоступными.

Распределение активов — простая концепция, которая имеет несколько преимуществ. Если вы диверсифицируете свой портфель, покупая несколько непохожих друг на друга инструментов, которые обеспечивают реальную ожидаемую доходность, то вам удастся уменьшить риск крупных убытков. Проводите ежегодно ребалансировку своего портфеля, возвращая его к целевому варианту распределения; таким образом вы сможете контролировать долгосрочный риск и повышать доходность своих инвестиций. Проблема заключается в том, чтобы найти такие инструменты, которые имели бы несовпадающие характеристики и реальную ожидаемую доходность.

Часть II представляет собой обзор самых распространенных и доступных классов активов, а также нескольких классов активов, не столь распространенных или не столь доступных для широкого круга инвесторов. Для многих классов активов высокая стоимость и отсутствие ликвидности сводит на нет любое диверсификационное преимущество.

### ПРОЦЕСС ИЗ ЧЕТЫРЕХ ЭТАПОВ

Любая стратегия распределения активов имеет в своей основе следующие четыре этапа.

1. Определите уровень риска своего инвестиционного портфеля, основываясь на собственных долгосрочных финансовых потребностях и устойчивости к риску. Это обращается в распределение по акциям и ценным бумагам с фиксированной доходностью.
2. Проанализируйте классы активов и выберите наиболее подходящие, основываясь на их уникальном риске, ожидаемой доходности, корреляции в прошлом с другими классами активов и налоговой эффективности, если это актуально.
3. Выберите ценные бумаги, которые наилучшим образом представляют каждый класс активов, выбранный вами на втором этапе. Хорошим вариантом являются низкочастотные взаимные фонды и некоторые биржевые фонды, поскольку они предоставляют возможность широкой диверсификации и четко отслеживают доходность разных классов активов.
4. Полностью реализуйте свой план распределения активов. Затем время от времени проводите ребалансировку своего портфеля, чтобы контролировать риск по портфелю и повысить долгосрочную доходность.

Последующие главы посвящены подробному обсуждению всех перечисленных этапов. В части II разбирается выбор классов активов и фондов. В части III рассматривается управление портфелем и, в частности, выбор подходящего уровня риска и доходности, а также поддержание состава портфеля. Исходя из наших целей, будет лучше сначала выделить разные классы активов, а затем обсудить способы их использования в различных стратегиях распределения активов. Я понимаю, что в таком случае нарушается логическая последовательность нашего 4-этапного процесса, но с точки зрения удобства изложения материала так действительно будет лучше.

## **НАЧНИТЕ С ОБЛИГАЦИЙ И АКЦИЙ КОМПАНИЙ**

Ваша цель заключается в том, чтобы сформировать перечень классов активов и инструментов для включения в свой портфель. Большинство

американских инвесторов начинают процесс распределения активов с широких индексов фондового рынка и облигаций США инвестиционного класса, которые выступают в роли краеугольных камней распределения, затем добавляют оттуда дополнительные активы. Такой подход представляется вполне оправданным, поскольку акции компаний США и американские облигации характеризуются реальной положительной доходностью на продолжительном отрезке времени и переменной корреляцией (см. главу 3). Кроме того, американские инвесторы оплачивают свои счета в долларах США. Таким образом, достаточно высокий процент вашего портфеля должны составлять активы, номинированные в долларах США, а не активы, номинированные в иностранной валюте.

В идеале следует добавить другие инвестиции, отрицательно коррелированные с акциями компаний США и американскими облигациями. Отрицательно коррелированные активы должны сглаживать волатильность портфеля, вызываемую рынками акций и облигаций США. К сожалению, найти инструменты, имеющие постоянную отрицательную корреляцию с акциями американских компаний и облигациями США, практически невозможно. Таких инвестиций, попросту говоря, не существует в природе. Если вам кажется, что вы нашли отрицательно коррелированный класс активов, не торопитесь радоваться: со временем что-нибудь обязательно изменится, и отрицательная корреляция неожиданно превратится в положительную — как правило, в самый неподходящий для вас момент.

В 2008 г. инвесторов в товарные фонды застигло изменение корреляции. Именно в тот момент, когда многим инвесторам показалось, что товарные фонды надежно защитят их портфель акций от «медвежьего» рынка, наметилась сильная корреляция товарных фондов с акциями, а сами товарные фонды рухнули быстрее, чем акции.

Еще одним показательным примером может служить изменение корреляции между американским фондовым рынком и зарубежными фондовыми рынками после террористического акта 11 сентября 2001 г. Фондовый рынок встал на целую неделю, а после открытия оказалось, что он сильно «просел». Но это не помешало резкому падению всех

остальных крупных иностранных фондовых рынков. В периоды кризиса, когда все рынки снижаются, корреляция между глобальными фондовыми рынками, как правило, повышается.

Корреляция между инструментами может резко — и без предупреждения — меняться. Что поделаешь — наш мир вообще непредсказуем! Вам кажется, что ваш портфель хеджирован? Отнюдь! Современной экономической науке неизвестны способы формирования такого портфеля, который был бы полностью защищен от спадов деловой активности и в то же время сполна пользовался преимуществами экономических подъемов. На Уолл-стрит «бесплатных обедов не бывает».

Вам не удастся найти инструменты, имеющие постоянную отрицательную корреляцию с рынками акций и облигаций США, по которым ожидается реальная доходность. Вам удастся найти только инструменты, имеющие переменную корреляцию с активами США и обеспечивающие реальную доходность. Эти инструменты нужно изучить самым тщательным образом. Если вы поместите в свой портфель достаточное количество инструментов с переменной корреляцией, то боую часть времени что-нибудь обязательно будет работать в вашу пользу.

## **РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ВЫБОРУ АКТИВОВ**

Широкие классы активов, рассматриваемые в части II, включают акции компаний США и иностранных компаний, облигации США и зарубежные облигации, недвижимость, товары, товарные фьючерсы, валюту и предметы коллекционирования. Категории в рамках этих классов активов включают (но не ограничиваются лишь ими) акции европейских компаний, акции компаний Азиатско-Тихоокеанского региона и акции компаний развивающихся рынков; правительственные, ипотечные и корпоративные облигации; жилую и коммерческую недвижимость; товарные фонды, которые отслеживают индексы; а также золото, редкие монеты и произведения изобразительного искусства. Некоторые категории классов активов подразделяются по стилям инвестирования, например акции роста и акции стоимости, акции компаний высокой или малой капитализации,

облигации инвестиционного или неинвестиционного класса, а также другие стили. Мы рассмотрим все данные варианты.

Цель данной главы — предложить ряд рекомендаций для выявления потенциальных классов активов и фондов, которые их представляют. Настоящие рекомендации применимы к широким классам активов, их подкатегориям и стилям в рамках категорий. После прочтения части II у вас должен сформироваться перечень инструментов для возможного включения каких-либо из них в широко диверсифицированный портфель. Это не значит, что в ваш портфель нужно включить все эти инструменты или что в нем не может быть других инструментов, не оказавшихся в этом перечне. Этот перечень — лишь отправная точка, ваш ориентир для дальнейшей работы.

Потенциальные классы активов, которые можно включать в свой портфель, должны обладать тремя важными характеристиками.

1. Соответствующий класс активов должен фундаментально отличаться от других классов активов в портфеле.
2. Каждый класс активов должен обеспечивать доходность, которая превышала бы уровень инфляции, достигаемый с течением времени.
3. Соответствующий класс активов должен быть доступен для инвестора посредством какого-либо низкотратного диверсифицированного фонда или продукта.

### **Что значит фундаментально отличаться**

Распределение активов — это диверсификация риска. Чтобы обеспечить диверсификацию риска, каждый инструмент в портфеле должен фундаментально отличаться от других инструментов. В результате образуется портфель с уникальными характеристиками риска.

Первый критерий выбора заключается в том, что рассматриваемый инструмент должен отличаться от других, причем это отличие должно выражаться количественно. Иногда различие между инструментами совершенно очевидно, а иногда для его определения требуется тщательный анализ. Фундаментальные различия между основными классами активов определить довольно легко. Акции однозначно

отличаются от облигаций. Они характеризуются различными обязательствами эмитента, имеют разные потоки дохода и даже по-разному облагаются налогом.

Владение акциями означает, что вам принадлежит какая-то часть соответствующей компании, и вы имеете право получать определенную долю ее прибыли в форме дивидендов и прироста курсовой стоимости акций. Следовательно, инвесторы в акции принимают на себя так называемый риск доходов. Стоимость акций компании падает, когда у нее нет прибыли. Кроме того, инвесторы в акции оказываются последними в очереди на получение некой ликвидационной доли в случае ликвидации компании.

Инвесторы в облигации одалживают свои деньги компании или какой-либо другой организации, которая обязуется регулярно выплачивать инвесторам проценты, а также своевременно вернуть им основную сумму долга. Выплата процентов должна проводиться независимо от того, имеет ли компания прибыль. Обязательства эмитента перед инвесторами излагаются в облигационном соглашении. Наибольшим риском, который принимает на себя держатель облигаций, является риск дефолта, то есть риск неисполнения эмитентом своих долговых обязательств в соответствии с облигационным соглашением. Вот почему финансовое благополучие эмитента так важно для инвесторов в акции и облигации.

Разница между некоторыми категориями в рамках класса активов также понятна. Индекс акций европейских компаний включает акции компаний, штаб-квартиры которых расположены в Европе. В этом его принципиальное отличие от индекса акций компаний США, который включает акции компаний, штаб-квартиры которых расположены в Соединенных Штатах. Акции европейских компаний и компаний США являются абсолютно *взаимоисключающими*: присутствие акций какой-либо компании в одном из этих индексов автоматически исключает возможность пребывания их в другом индексе. Например, компания, имеющая всемирную штаб-квартиру в Европе, не может иметь всемирную штаб-квартиру в США. Компания может быть либо европейской, либо американской; никакая компания не может быть одновременно европейской и американской.



Нахождение уникальных инвестиций среди стилей тех или иных категорий является более сложной задачей. Стили — это сегменты внутри категорий, а не отдельные категории. Например, нет такой уж принципиальной разницы между акциями компаний США высокой капитализации и акциями компаний США малой капитализации: финансовая отчетность одинакова, торгуются они на одной и той же фондовой бирже, одинаковы и налоги. Тем не менее акции компаний США можно разделить таким образом, чтобы индексы акций компаний высокой и малой капитализации были взаимоисключающими. Затем эти два индекса можно аннуализировать, чтобы понять, обладают ли они принципиально разными характеристиками риска и доходности.

Распределение между подкатегориями может оказаться целесообразным в силу того, что индексы акций ведут себя по-разному в разные периоды экономического цикла. Например, с акциями роста в основном все хорошо в периоды рецессии и начального восстановления, тогда как с акциями стоимости, как правило, дела обстоят благополучно в середине периода восстановления и на пиках экономического роста.

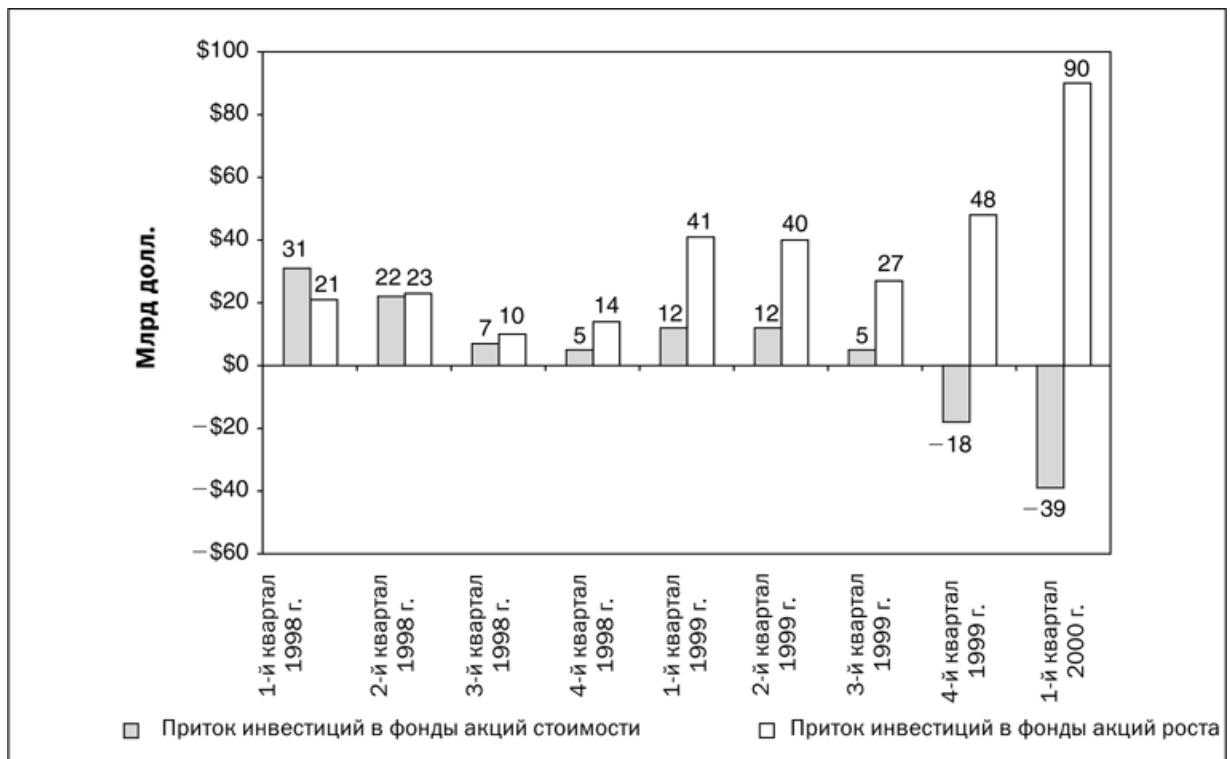
Индексные фонды акций стоимости и индексные фонды акций роста в целом являются взаимоисключающими. Взаимное «перекрытие» у этих ценных бумаг отсутствует, несмотря на то что они торгуются на одном рынке. Когда у ценных бумаг наблюдается взаимное «перекрытие», это означает, что две инвестиции, вообще говоря, содержат одни и те же ценные бумаги и, следовательно, предрасположены к высокой положительной взаимной корреляции.

В конце 1990-х годов стоимость акций высокотехнологичных и телекоммуникационных компаний взлетела до небес. Самыми доходными взаимными фондами в то время были фонды акций роста, инвестировавшие главным образом в высокотехнологичный и телекоммуникационный сектора. Инвесторы реагировали на этот перекоп тем, что включали в свои портфели в основном паи фондов акций роста, демонстрировавшие небывало высокую доходность. Согласно данным Института инвестиционных компаний (ICI, Investment Company Institute), приблизительно с конца 1998 г. ежеквартальный приток денег в фонды акций роста начал превышать

суммы, поступающие в фонды акций стоимости. К моменту, когда стоимость акций роста достигла своего пика (начало 2000 г.), инвесторы перекачивали миллиарды долларов из фондов акций стоимости в фонды акций роста. На *рис. 5.1* можно видеть примеры массивного перетока капитала.

**РИСУНОК 5.1**

Ежеквартальный приток денег в фонды акций роста и фонды акций стоимости

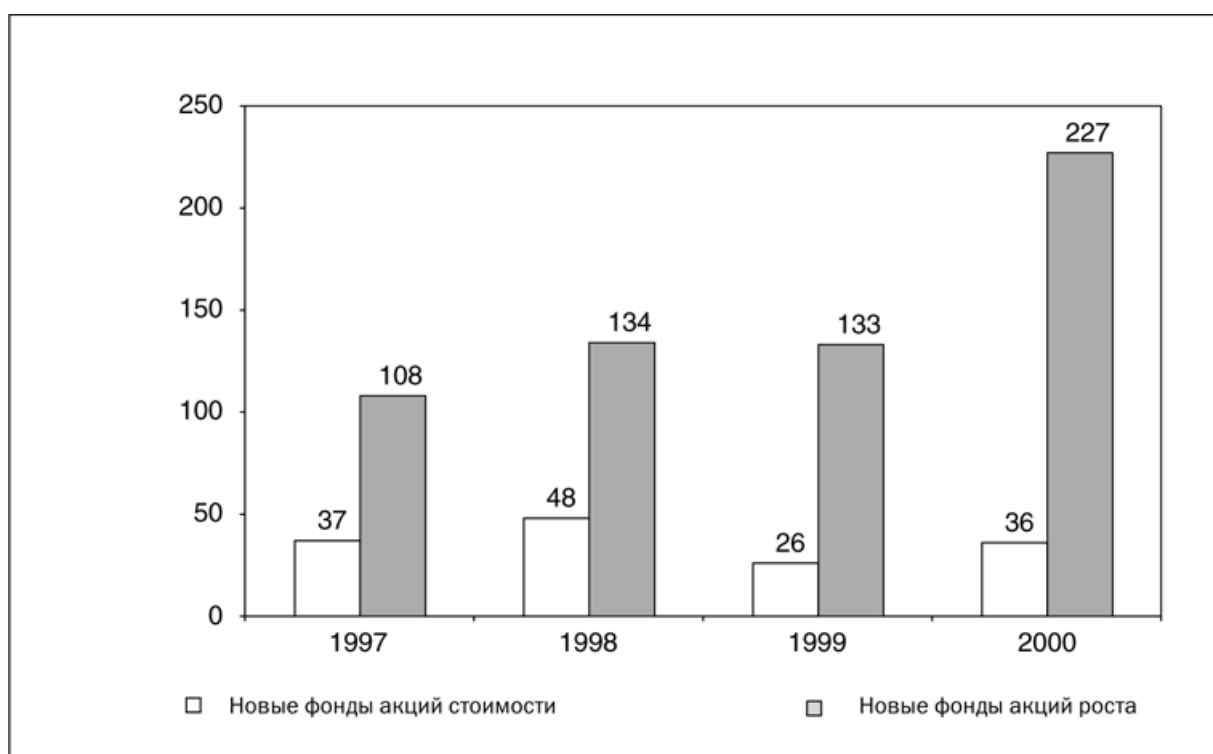


Управляющие компании взаимных фондов не замедлили с образованием новых фондов, которые разжигали аппетиты инвесторов. На *рис. 5.2* показано большое количество новых фондов акций роста, которые появились в конце 1990-х годов, по сравнению с малым количеством консервативных фондов акций стоимости, открывшихся в то же время. Когда в 2000 г. произошло резкое падение в цене акций роста, портфели, включавшие несколько взаимно «перекрывающихся» фондов акций роста, разорились. Диверсификация означает не просто владение несколькими взаимными фондами с разными названиями. Активы, составляющие основу этих фондов, нужно тщательно

проанализировать и сравнить с помощью матрицы стилей Morningstar (Morningstar Style Box) или какого-либо другого метода, которые будут рассматриваться в последующих главах.

## РИСУНОК 5.2

Количество новых фондов акций роста и фондов акций стоимости (1997–2000 гг.)



В какой-то степени взаимное «перекрытие» ценных бумаг между взаимными фондами может иметь место в вашем портфеле, если вы отдадите себе в этом отчет. Например, индекс S&P 500 состоит преимущественно из акций крупных компаний, хотя в этом индексе имеется несколько акций компаний средней капитализации и буквально 2–3 акции компаний малой капитализации. В какой-то степени взаимное «перекрытие» акций будет иметь место, если вы инвестируете и в индексный фонд S&P 500, и в индексный фонд акций компаний малой капитализации. С практической точки зрения влияние акций компаний малой капитализации на доходность индекса S&P 500 будет крайне малым. В результате вы можете добавить индексный фонд акций компаний малой капитализации к индексному фонду S&P 500 и обеспечить более широкую диверсификацию, не добавляя при

этом в свой портфель достаточно ощутимое взаимное «перекрытие» ценных бумаг.

### **Классы активов имеют реальную ожидаемую доходность**

Ожидается, что каждый класс активов, включаемый в портфель на длительный период времени, будет обеспечивать доходность, превышающую уровень инфляции. Для всех инструментов характерно инфляционное ожидание, заложенное в цене. На облигации выплачивается процент, базирующийся на ожидаемых темпах инфляции до наступления срока погашения этих облигаций, плюс определенная премия (надбавка) за риск сверх инфляции, базирующаяся на рискованности этих облигаций. Ценам акций присуще учтенное инфляционное ожидание; эти цены также растут быстрее инфляции, по мере роста реальной прибыли компаний и выплаты ими дивидендов.

Ценные бумаги, стоимость которых лишь соответствует темпам инфляции, не подходят для долгосрочного инвестирования. Покупка таких инструментов означала бы переключение фондов с инструментов, по которым выплачиваются проценты и дивиденды и которые обеспечивают реальный потенциал роста, на инструменты, по которым не выплачиваются проценты или дивиденды и которые не обеспечивают реальный потенциал роста, лишь компенсируя инфляцию. Такие активы могут подходить трейдерам, пытающимся спекулировать на краткосрочных колебаниях цен, но эта книга вовсе не для тех, кто желает спекулировать, — в ней рассматриваются вопросы распределения капитала по активам, которые обладают определенным потенциалом для обеспечения реальной доходности в долгосрочной перспективе.

Товары и драгметаллы могут служить хорошим примером классов активов, которые исторически не имеют реальной доходности. К достоинствам такого рода классов активов часто относят факт, что зачастую они имеют отрицательную корреляцию с акциями и облигациями, в результате чего время от времени снижается риск по портфелю. Однако на длинном временном горизонте деньги, инвестированные в такие классы активов, не приносят реальной доходности.

Инвесторы зачастую воспринимают высокую волатильность цены товаров как признак того, что этот класс активов способен обеспечивать реальную долгосрочную доходность, гармонично сочетающуюся с ценовым риском. Ничего подобного! Сама по себе волатильность цены не обеспечивает доходность инвестиций. Доходность обеспечивается денежным потоком. Выплата дивидендов в денежной форме обеспечивается за счет роста прибыли компаний, облигации приносят процентный доход, недвижимость приносит арендные платежи, а высокая стоимость предметов коллекционирования обуславливается их уникальностью или ограниченным количеством наличных экземпляров (например, в случаях с редкими монетами). Вот то, что создает реальную доходность. Баррель нефти не может превратиться в два барреля нефти, а унция золота не может превратиться в две унции золота. На любой из товаров вы не получите ни цента в виде дивидендов или процентов. Несмотря на то что цены товаров действительно взлетают вверх и падают, как на американских горках, товары не в состоянии приносить реальный доход долгосрочному инвестору.

### **Класс активов имеет низкую или переменную корреляцию**

Выявив активы, которые прошли тесты на фундаментальное отличие и на обеспечение реальной доходности, каждую из отобранных вами категорий классов активов необходимо проверить на соответствие третьему критерию, что позволит включить их в потенциальный перечень ваших активов. Этим третьим критерием является низкая корреляция или переменная корреляция. В уникальности риска можно удостовериться с помощью анализа скользящей корреляции. Анализ скользящей корреляции — это визуальная иллюстрация, которая показывает, какой величиной уникального риска один класс активов обладает по отношению к другому в разные периоды времени.

В идеале вам необходимо найти инструменты, характеризующиеся неизменно отрицательной корреляцией. Однако, воспользовавшись анализом скользящей корреляции, вы быстро придете к выводу, что таких инвестиций не бывает. Поэтому лучшее, что вы можете сделать, — это попытаться найти инвестиции, боюю часть времени

характеризующиеся низкой корреляцией или иногда отрицательной корреляцией.

В главе 3 говорилось об изменениях корреляции в диапазоне  $\pm 1$ . Когда доходность двух инструментов изменяется одновременно и однонаправленно выше или ниже их средней доходности, говорят, что они *положительно* коррелируют между собой. Когда доходность двух инструментов изменяется в противоположных направлениях от их средней доходности, говорят, что они *отрицательно* коррелируют между собой. Два инструмента считаются не коррелирующими (то есть имеющими нулевую корреляцию), когда их доходность не изменяется единообразно (как в случае с положительной или отрицательной корреляцией) относительно их средних значений.

С течением времени корреляция меняется непредсказуемым образом. Степень изменений, как правило, зависит от того, насколько разными являются исходные риски для двух видов инструментов. Инструменты, имеющие положительную корреляцию в один период времени, могут в дальнейшем иметь нулевую или отрицательную корреляцию. Следовательно, корреляция между двумя инструментами, измеренная в любой отдельно взятый период времени, имеет весьма ограниченную ценность.

К сожалению, большинство учебников по финансам, объясняя взаимосвязь между какими-либо двумя классами активов, ссылаются лишь на долгосрочную среднюю корреляцию. Сама по себе долгосрочная средняя корреляция не представляет особой практической пользы, поскольку создает у читателей ложное впечатление о неизменности корреляции. Хуже того, отдельно взятая корреляция зачастую может использоваться финансовыми советниками и вводиться в компьютерные модели, чтобы сформировать для клиентов «оптимальное» распределение активов. Такой подход может подсказать консультантам, как их клиентам *следовало бы* распределить свои активы в прошлом, но ничего не говорит клиентам о том, каким должно быть оптимальное распределение активов на будущее, поскольку корреляция *уже* изменилась!

В этой книге термин «скользящая корреляция» используется для обозначения поведения корреляции, а не статичного числа,

неизменного в течение длительного времени. Скользящая корреляция позволяет видеть, как часто и в какой степени меняется корреляция между классами активов. Изучая скользящую корреляцию, вы получаете общее представление о моментах, когда тот или иной инструмент повышает эффективность распределения в портфеле вследствие своей низкой или отрицательной корреляции и когда тот же инструмент снижает эффективность распределения в портфеле вследствие своей высокой корреляции.

На *рис. 5.3* показаны изменения корреляции акций компаний США и американских облигаций, которые происходили в течение последовательных 5-летних периодов. Это превосходный пример того, сколь непредсказуемой может быть корреляция между двумя классами активов.

Акции компаний США и казначейские облигации имели отрицательную корреляцию на протяжении большей части 1950-х годов. В течение последующих 40 лет корреляция изменилась с отрицательной на нулевую, а затем на положительную. Пик положительной корреляции пришелся на середину 1990-х годов, далее, в конце этого периода, корреляция снова сменилась на отрицательную, достигнув минимума в 2004 г., а затем еще раз — в 2008 г.

### **РИСУНОК 5.3**

---

Трехлетняя скользящая корреляция между S&P 500 и среднесрочными казначейскими нотами



В большинстве периодов акции компаний США и казначейские ноты обеспечивали хорошую диверсификацию портфеля, несмотря на изменение корреляции. Чтобы какие-либо два инструмента были полезны для распределения активов, вовсе не обязательно, чтобы между этими инструментами существовала постоянная отрицательная или нулевая корреляция. Не обязательно даже, чтобы между этими двумя инструментами все время существовала низкая корреляция. Любой инструмент будет помогать снижению долгосрочного риска по портфелю и повышению долгосрочной доходности, если она не будет связана с каким-либо другим инструментом в вашем портфеле неизменно высокой положительной корреляцией.

### **Класс активов должен быть доступным (недорогим)**

Класс активов, который является кандидатом на включение в ваш перечень инвестиций, должен быть инвестиционно привлекательным. Это означает, что на рынке имеются сравнительно недорогие ценные бумаги, которые могут представлять данный класс активов. Постарайтесь найти сравнительно недорогие взаимные фонды, которые не предусматривают плату за погашение паев. Любая



стратегия распределения активов требует периодической ребалансировки, а плата за погашение паев повышает стоимость ребалансировки. Лично я предпочитаю индексные взаимные фонды и биржевые фонды (ETF), поскольку они не требуют высоких затрат со стороны инвестора и отслеживают индексы, используемые при распределении активов. Активно управляемые взаимные фонды без нагрузки<sup>[21]</sup> и недорогие паевые инвестиционные трасты (UIT, Unit Investment Trusts) являются вполне приемлемыми заменителями в отсутствие фондов, которые отслеживают индексы.

Инвестиционный инструмент, выбранный для представления того или иного класса или категории активов в портфеле, должен также обеспечивать достаточную диверсификацию в рамках соответствующего фонда. Широкая диверсификация в рамках фонда гарантирует, что корреляция между инвестиционным инструментом и рассматриваемой вами категорией класса активов является очень высокой. Например, корреляция между большинством индексных фондов, которые отслеживают широкий рынок акций компаний США, превышает +0,99. Соответственно, имеется несколько индексных фондов, которые очень подходят для представления совокупной категории акций компаний США.

Некоторые категории классов активов доступны лишь в дорогостоящих упакованных продуктах, которые не очень-то подходят для индивидуальных инвесторов. Эти инвестиции обычно принимают форму партнерств с ограниченной ответственностью (LP, Limited Partnership). Для LP, как правило, характерны очень высокие платежи, низкая ликвидность, налоговая неэффективность, нежесткое регулирование и засекреченные вклады. Их охотно продают брокеры с Уолл-стрит, которые не устают повторять, что вы для них — совершенно особый инвестор. Избегайте вкладывать свои деньги в дорогостоящие неликвидные активы, если вы не до конца понимаете возможные последствия этого шага. К таким продуктам относятся хедж-фонды, акции закрытых акционерных обществ, фонды венчурного капитала, а также продукты типа «фонд фондов»<sup>[22]</sup> (более подробную информацию по этому вопросу можно найти в главе 10 «Альтернативные инвестиционные инструменты»).

Существуют также категории классов активов, которые не являются привлекательными по причине своей огромной стоимости. Например, большинство людей, читающих эту книгу, не смогут вкладывать деньги в покупку картин, принадлежащих кисти старых мастеров. Следовательно, неважно, какую доходность приносили людям живописные полотна, которые когда-то покупали, а затем продавали. Это может быть интересно разве что с познавательной точки зрения. Что же касается рядового инвестора, то ему лучше сосредоточиться на изучении доступных и привлекательных классов активов.

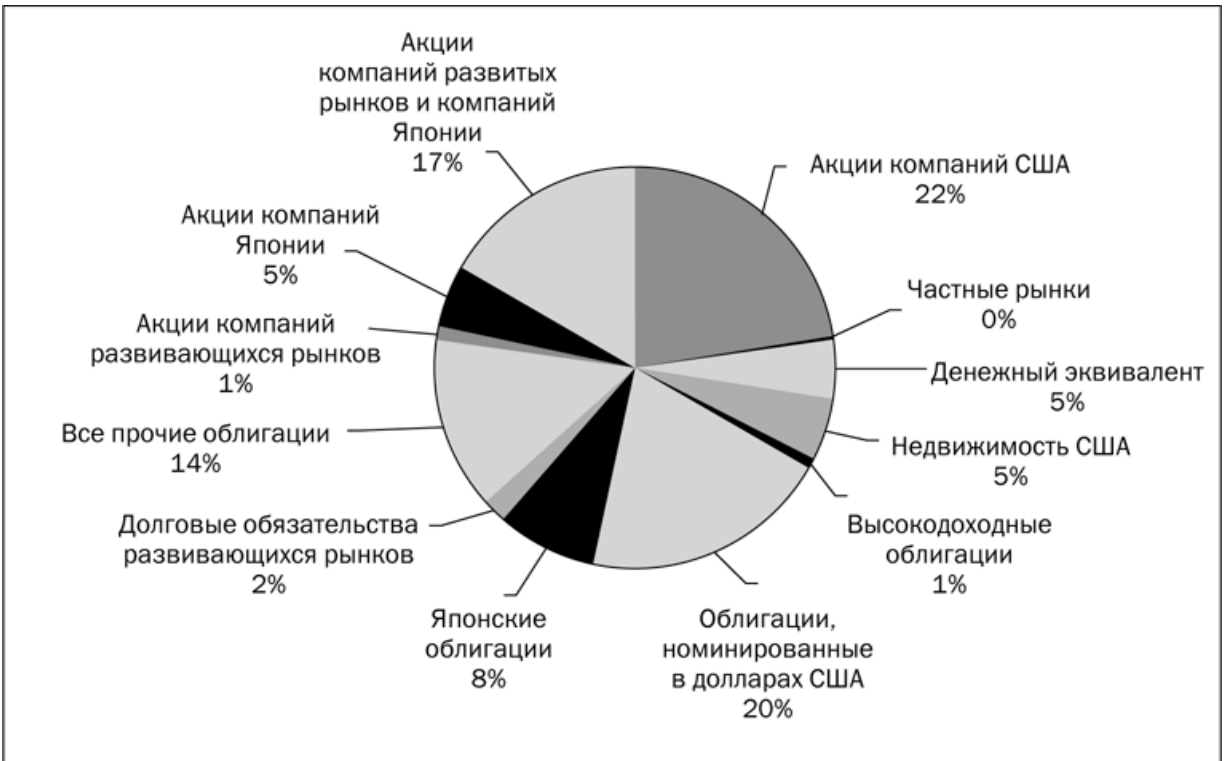
## **ГЛОБАЛЬНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ**

Распределение активов обеспечивает наилучший результат, когда инструменты, включенные в портфель, фундаментально отличаются друг от друга, имеют реальные ожидаемые уровни доходности, а также низкую или переменную корреляцию. Как следует из диаграммы на *рис. 5.4*, наш мир все еще очень велик. В нем можно найти множество разных классов, категорий активов и активов по стилю управления, на основе которых можно сформировать различные варианты эффективного портфеля. Соединенные Штаты по-прежнему занимают лидирующее положение на глобальных рынках капиталов; около 45% мирового объема ценных бумаг приходится на долю США. Правда, от года к году доля США сокращается. Развивающиеся страны становятся все более важным источником новых ценных бумаг; к их числу относятся в первую очередь Китай, Индия, Бразилия и страны Восточной Европы.

### **РИСУНОК 5.4**

---

Совокупные инвестиционно привлекательные активы на глобальных рынках капиталов (50 трлн долл. по состоянию на 2009 г.)



Несколько управляющих компаний взаимных фондов предлагают низкотратные индексные фонды и биржевые фонды (ETF), которые обслуживают инвесторов, стремящихся обеспечить глобальную диверсификацию своих портфелей при сравнительно невысоких затратах. Каждый год эти компании создают дополнительные привлекательные инструменты, охватывающие классы и категории активов с интересующими нас фундаментальными характеристиками. Я постоянно занимаюсь поиском новых фондов, которые предоставляют доступ к новым и уникальным рискам в недорогих продуктах взаимных фондов и биржевых фондов. Продуктов, обеспечивающих ликвидность, диверсификацию и низкие затраты, не так уж много. Но время от времени что-то подходящее появляется на рынке инвестиционных услуг. В оставшихся пяти главах части II анализируются классы и категории активов, указанные на *рис. 5.4*, а также несколько других. В конце каждой главы приводятся перечни возможных взаимных, а также биржевых фондов. Каждый из инструментов представляет классы и категории активов, которые обсуждаются в соответствующей главе. Перечни фондов приводятся исключительно для справки: паи этих фондов можно включать в свой

портфель лишь после более тщательного анализа, в том числе после ознакомления с проспектом интересующего вас фонда.

Какие именно инструменты из последующих глав в конечном счете окажутся в вашем портфеле, сказать трудно. Это зависит от многих факторов, в том числе от вашего временного горизонта инвестирования, потребностей в доходе, устойчивости к риску, налоговой ситуации и множества других факторов. Эти и другие соображения обсуждаются в части III настоящего издания.

## **ВЫВОДЫ**

В своей основе распределение активов представляет собой стратегию диверсификации рисков: разные классы и категории активов характеризуются разными рисками, не связанными между собой. Включение в портфель фундаментально различных инструментов, ожидаемая реальная доходность каждого из которых превышает уровень инфляции, снижает совокупный риск по портфелю и повышает доходность на достаточно продолжительном отрезке времени.

Нахождение инструментов с уникальными характеристиками риска и доходности является очень непростой задачей. Непохожесть фундаментальных характеристик инструментов означает, что соответствующие классы активов представляют взаимоисключающие рынки или разные типы ценных бумаг в рамках одного рынка, обладающие несовпадающими характеристиками. Лучшие из диверсификаторов имеют несовпадающие фундаментальные характеристики, а также низкую или переменную корреляцию с другими инструментами, включенными в данный портфель.

Перечень потенциальных инвестиций из определенного класса активов приводится в конце каждой главы, посвященной данному классу активов. Эти перечни можно использовать лишь в качестве ориентира. Ситуация каждого инвестора уникальна, а это означает, что портфели разных инвесторов не будут одинаковыми.

## ГЛАВА 6

---

# Инвестирование в акции компаний США

### КЛЮЧЕВЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

- На акции компаний США приходится около 6% реальной накопленной доходности.
- Фондовый рынок США можно разделить на множество различных категорий.
- Диверсификация по этим категориям со временем может способствовать повышению доходности портфеля.
- Комбинация индексного фонда широкого рынка с акциями стоимости компаний малой капитализации приносит оптимальные результаты.

Акции компаний США являются базовым активом в портфеле практически каждого инвестора в рост. Около 150 000 000 американцев владеют, прямо или косвенно, акциями компаний США в результате покупки акций, а также посредством взаимных фондов, биржевых фондов, переменных аннуитетов, пенсионных счетов от работодателя и другими способами.

В этой главе освещается широкий фондовый рынок США и отдельные сектора этого рынка. Составители индексов обычно начинают с обширного спектра акций компаний США как базы для своих индексных продуктов, а затем делят весь этот спектр на разные категории исходя из величины компаний (высокой, средней и малой капитализации), их оценки (акции роста или стоимости) и отраслевой принадлежности.

Интересно отметить, что не все подмножества акций компаний США имеют высокую корреляцию между собой. Очень часто бывает так, что какие-то категории американского рынка демонстрируют хорошую доходность, тогда как другие рыночные категории являют плохие результаты. Следовательно, временами возможно достичь

диверсификационного преимущества, несколько завышая доли каких-то из этих категорий. В данной главе рассматривается несколько таких секторов.

## ИСТОРИЯ ДОХОДНОСТИ АКЦИЙ КОМПАНИЙ США

В течение долгого времени (особенно последние 60 лет) акции компаний США демонстрировали исключительно высокую доходность. Экономическое процветание США обеспечило рост компаний, основанных в прошлом, а также способствовало появлению множества новых фирм и отраслей. В минувшее столетие прибыль американских корпораций росла достаточно устойчивыми темпами, несмотря на войны, рецессии и крах немалого количества банков. Результатом роста стали устойчивые выплаты дивидендов, увеличение рыночной стоимости и повышение личного благосостояния акционеров.

В период 1950–2009 гг. широкий рынок США обеспечивал ежегодную доходность порядка 10,9%. Это заметно превышало доходность 5-летних казначейских нот (6,1%), а также уровень инфляции (3,8%). В *табл. 6.1* представлены уровни доходности (с поправкой на инфляцию) в разные периоды времени. Доходность с поправкой на инфляцию называют также *реальной* доходностью, поскольку она характеризует величину покупательной способности, приобретенную или утраченную инвесторами. Реальная доходность не включает налоги.

Реальная доходность подчеркивает то обстоятельство, что инфляция представляет собой невидимый налог на все инвестиции. Часть доходности, которая связана с инфляцией, нельзя учитывать как доход от самой инвестиции. Разрабатывая стратегию распределения активов для своего портфеля, всегда необходимо рассматривать ожидаемую реальную доходность инструментов, которые вы предполагаете включить в свой портфель.

**ТАБЛИЦА 6.1**

Доходность акций компаний США и облигаций США с поправкой на инфляцию

Активы	1950– 2009,	1968– 1982,	2000– 2009,	Исторический диапазон сверх инфляции, %
--------	----------------	----------------	----------------	--

	%	%	%	
Акции компаний США	7,2	0,2	-2,9	5-7
5-летние казначейские ноты	2,2	0,3	3,0	1-2

Источник: Center for Research in Security Prices (CRSP); St. Louis Federal Reserve.

Добиться реальной доходности на фондовом рынке США не всегда бывает легко. В течение 1950–2009 гг. было отмечено несколько периодов, когда акции компаний США демонстрировали низкие показатели. За 15 лет (1968–1982 гг.) доходность акций компаний США с поправкой на инфляцию едва превышала уровень инфляции. В 2000–2009 гг. акции компаний США теряли ежегодно 2,9% (с поправкой на инфляцию). Для реальной доходности это был наихудший период со времен Великой депрессии 1930-х годов.

Для инвесторов в акции не должны быть неожиданностью периоды времени, когда акции не приносят дохода с учетом инфляции. Такова природа инвестиционного риска. И именно поэтому для инвесторов в акции так важна продолжительность пребывания на рынке. На достаточно продолжительном отрезке времени доходность акций заметно опережает темпы инфляции, и можно ожидать, что в будущем они останутся одной из лучших инвестиций, обеспечивающих реальную доходность. Чтобы добиться реальной выгоды от таких инвестиций, не стоит отказываться от них при любой ситуации на рынке.

## СТРУКТУРА ФОНДОВОГО РЫНКА США

Первичное размещение акций на фондовом рынке (IPO, Initial Public Offering) происходит тогда, когда соответствующая компания впервые выставляет свои акции на широкую продажу. Новые акции распространяются посредством жестко контролируемого *первичного* рынка. Для осуществления широкой продажи акций компании привлекаются инвестиционные банки; часть этого процесса заключается в рекламировании данной компании крупным институциональным инвесторам. У индивидуальных инвесторов (таких, как вы и я) очень мало шансов попасть на рынок IPO, если у нас нет каких-то особых отношений с инвестиционным банком или

крупные учреждения не заинтересованы в покупке акций соответствующей компании. Это, конечно, не самая справедливая система распределения акций IPO, но именно так функционирует Уолл-стрит, и несмотря на недовольство, зачастую выражаемое мелкими инвесторами, которых не допускают на рынок IPO, эта система доказала свою целесообразность.

Акции, только что выпущенные компанией, незамедлительно начинают обращаться на *вторичном* рынке. Именно здесь совершается большинство сделок с акциями. На какой именно фондовой бирже будет осуществляться торговля новыми акциями компании, зависит от решения, которое примет совет директоров этой компании, а также от финансовой истории и стоимости этой компании. В настоящее время в США обращаются акции свыше 26 000 компаний, однако лишь менее 20% этих акций удовлетворяют критериям регистрации на какой-либо из крупных фондовых бирж США. Чтобы получить право торговать своими акциями на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE, New York Stock Exchange) и в Системе автоматизированных котировок Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (NASDAQ), компании должны удовлетворять требованиям по величине, собственной стоимости и ликвидности.

Компании, которые не удовлетворяют критериям регистрации на крупных фондовых биржах, торгуют своими акциями в системах, которые называются электронной доской объявлений (bulletin-board). Эти мелкие и зачастую неликвидные ценные бумаги торгуются лишь на дилерских рынках, таких как OTC Bulletin Board и Pink Quotes.

OTC Bulletin Board, или OTCBB, представляет собой электронную систему котировок в США, которая отображает котировки в реальном времени, цены последней продажи, а также информацию об объемах торгов многих ценных бумаг, продаваемых без участия биржи, то есть напрямую; речь идет о ценных бумагах, не зарегистрированных на фондовой бирже NASDAQ или какой-либо из национальных фондовых бирж США. Информация обо всех ценных бумагах, торгуемых на OTCBB, должна предоставляться в Комиссию по ценным бумагам и биржам (SEC, Securities and Exchange Commission). Надзор за деятельностью OTCBB осуществляет Финансовое отраслевое регуляторное управление (FINRA, Financial Industry



Regulatory Authority), хотя OTCBB не является частью фондовой биржи NASDAQ.

Pink Quotes представляет собою электронную систему котировок, управление которой осуществляет Pink OTC Markets. В дополнение к акциям OTCBB эта система охватывает неактивные акции; акции серого рынка, которые редко торгуются; мелкие акции и акции с узким географическим интересом. Многие компании, акции которых торгуются только на Pink Quotes, не в состоянии или не желают предоставлять финансовую информацию и подробности, требуемые SEC. В былые времена дилеры ценных бумаг, состоявшие членами Национального бюро котировок, еженедельно публиковали «вилки» между курсами продавца и покупателя для этих акций на длинных листах (sheets) бумаги розового (pink) цвета — отсюда название Pink Sheets. Такие списки рассылались во все брокерские фирмы.

В табл. 6.2 показано количество компаний, акции которых котируются на тех или иных площадках США. Эта таблица включает лишь обыкновенные акции компаний США; в нее не вошли зарегистрированные облигации, привилегированные акции, взаимные фонды, торгуемые на биржах, и акции иностранных компаний, зарегистрированные на биржах США.

**ТАБЛИЦА 6.2**

Приблизительное количество компаний США  
на каждой из фондовых бирж

Акции, классифицированные по фондовым биржам	Количество компаний	Часть от совокупной рыночной стоимости, %
NYSE (акции компаний США)	1600+	80
NASDAQ (акции компаний США)	3400+	19
Акции, торгуемые на электронных досках объявлений	22 000+	<1

Источник: NYSE EuroNext, NASDAQ.

## ШИРОКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК

Wilshire Associates — частная инвестиционная фирма со штаб-квартирой в Санта-Монике. С момента своего основания в 1972 г. эта компания разработала широкий спектр американских индексов, одним

из которых является индекс Wilshire 5000 Composite Index. Этот индекс, как известно, был первым американским индексом акций, который охватывал доходность всего рынка акций компаний США, торгуемых на NYSE и NASDAQ (слияние NYSE и American Stock Exchange произошло в 2008 г.). Акции, торгуемые на электронных досках объявлений, не включаются в индексы Wilshire 5000.

Индекс Wilshire 5000 Composite Index, используемый с 1974 г., включал в себя акции 5000 компаний (отсюда его название — Wilshire 5000). В наши дни количество акций в этом индексе не является постоянной величиной и зависит от количества акций, торгуемых на основных фондовых биржах США. Иногда это количество превышает 5000, иногда оно бывает меньше 5000.

Ниже перечислены основные критерии для включения ценных бумаг в индекс Wilshire 5000 Composite Index.

- Любой выпуск акций компании США: обыкновенные акции, инвестиционный траст недвижимости (см. главу 9) или LP. Акции иностранных компаний, которые обращаются в США, и американские депозитарные расписки (ADR, American Depositary Receipts), свободно обращающийся зарубежный сертификат, выпущенный каким-либо американским банком), — исключаются.
- Ценная бумага должна торговаться в США на NYSE или NASDAQ.
- Ценная бумага должна представлять собой первичный выпуск акций компании.
- Выпуски, торгуемые на электронных досках объявлений, исключаются.

Индекс Wilshire 5000 Composite Index является самым полным индексом широкого рынка. Существуют и некоторые другие индексы, в том числе индекс Dow Jones Total Market Index, включающий акции 4200 компаний, MSCI U.S. Broad Market Index, включающий акции около 3800 компаний, и Russell 3000, включающий акции 3000 компаний. Кроме того, существует несколько индексов широкого рынка, которые исключают акции компаний микрокапитализации. К их числу относятся индекс Dow Jones U.S. Broad Stock Market Index,

включающий акции около 2400 компаний, Morningstar Total Market, включающий акции около 1600 компаний, и Standard & Poor's 1500 (индекс, формируемый вручную), включающий акции 1500 компаний.

Также доступны несколько низкозатратных индексных фондов и биржевых фондов, которые отслеживают доходность этих индексов широкого рынка (их частичный перечень приводится в конце главы).

## **ВАРИАНТЫ РАЗМЕРОВ И СТИЛЕЙ**

Инвестирование в один из фондов общего рынка акций компаний США является надежной основой, на которой можно выстраивать распределение акций. Исходя из этого, вы можете анализировать разные сектора фондового рынка США с целью изыскания возможности увеличивать диверсификацию за счет избирательного завышения доли бумаг одного или нескольких секторов. Инвесторам необходима определенная система для сегментирования рынка таким образом, чтобы эти сектора не пересекались между собою.

Все составители индексов классифицируют компании в своих индексах широкого рынка по стилю и размеру, причем каждый провайдер пользуется своей собственной методологией. Большинство составителей предусматривают 3 категории размера: крупные, средние и мелкие компании (соответственно, компании высокой, средней и малой капитализации) и по меньшей мере 2 категории по стилю: акции роста и акции стоимости. Некоторые предусматривают третью категорию стиля, называемую базовой, нейтральной или смешанной.

## **КЛАССИФИКАЦИЯ, ПРЕДЛОЖЕННАЯ MORNINGSTAR**

Существуют различные классификации, предлагаемые составителями индексов, причем каждый из них предусматривает свой собственный способ «нарезания пирога». Morningstar, Inc. со штаб-квартирой в Чикаго является аналитической компанией взаимных фондов и акций, имеющих высокую репутацию. Эта компания разработала всестороннюю стратегию классификации акций, которая охватывает 97% фондового рынка США. Система носит название Morningstar Style Box («матрица стилей Morningstar»). Матрица из 9 секторов делит акции на 3 группы по размеру и на 3 группы по стоимости. Матрица стилей приведена на *рис. 6.1*. Полное описание методологии

Morningstar можно найти в руководстве по классификации на сайте [www.Morningstar.com](http://www.Morningstar.com).

Одно из ограничений методологии Morningstar Style Box заключается в том, что она охватывает акции всего 1600 компаний, упуская из вида акции 3400 компаний микрокапитализации, которые торгуются на фондовых биржах США. Итак, я взял на себя смелость добавить сектор акций компаний микрокапитализации в нижней части матрицы стилей на *рис. 6.1*, чтобы проиллюстрировать 99% всего фондового рынка США, исключив лишь акции компаний, торгуемые на электронных досках объявлений.

### РИСУНОК 6.1

Методология Morningstar Style Box с добавлением сектора акций компаний микрокапитализации

	Акции Стоимости	Смешанные акции	Акции Роста
Акции компаний Высокой капитализации	ВСт	ВСм	ВР
Акции компаний Средней капитализации	ССт	ССм	СР
Акции компаний Малой капитализации	МСт	МСм	МР
Акции компаний микрокапитализации	Акции очень мелких компаний		

### Фактор размера компании в методологии Morningstar

Система классификации размера в методологии Morningstar подразделяет компании в соответствии с их «плавающей» рыночной стоимостью. Плавающая рыночная стоимость акций компании определяется как совокупная рыночная стоимость акций, находящихся в свободном обращении, минус часть акций, находящихся в собственности компании. Иными словами, плавающая рыночная стоимость пакета акций компании Microsoft не включает стоимость

акций, принадлежащих Биллу Гейтсу. Плавающая рыночная стоимость — широко распространенный метод построения индекса, который становится общепринятым стандартом для составителей индексов.

Три класса размеров по методологии Morningstar плюс дополнительный размер сектора микрокапитализации охватывают 99% акций на рынке США.

Вот эти 4 категории:

- высокая капитализация = наибольшая доля (70%) рыночной капитализации;
- средняя капитализация = меньшая доля (20%) рыночной капитализации (с 70-го по 90-й процентиль);
- малая капитализация = еще меньшая доля (7%) рыночной капитализации (с 90-го по 97-й процентиль);
- микрокапитализация = оставшиеся 2% рыночной капитализации (с 97-го по 99-й процентиль).

### Фактор стиля в методологии Morningstar

Morningstar подразделяет свои котировочные списки на 3 категории по стилю в зависимости от фундаментальных характеристик. Этими категориями являются стоимость, рост и смешанная категория. Morningstar классифицирует компании с помощью многофакторной модели, которая состоит из пяти переменных. Эти пять факторов перечислены в *табл. 6.3* Самыми влиятельными факторами в этом «уравнении» являются цена акций в сравнении с ее прошлыми величинами прибыли на акцию и цена в сравнении с прогнозными уровнями прибыли на акцию.

**ТАБЛИЦА 6.3**

Переменные и весовые коэффициенты, используемые в анализе стилей Morningstar

Факторы стоимости, %	Факторы роста, %
Цена/прогнозная прибыль (50,0)	Прогнозный долгосрочный рост прибыли (50,0)
Цена/балансовая стоимость (12,5)	Исторический рост прибыли (12,5)
Цена/выручка (12,5)	Рост выручки (12,5)
Цена/денежный поток (12,5)	Рост денежного потока (12,5)

Morningstar сначала подсчитывает баллы стоимости компании, затем — баллы ее роста и наконец — итоговую сумму баллов ее стиля, вычитая баллы стоимости из баллов роста. Если результат оказывается положительным с большим запасом прочности, то акции соответствующей компании классифицируются как акции роста. Если результат оказывается отрицательным с большим запасом прочности, то акции соответствующей компании классифицируются как акции стоимости. Если же результат вычитания баллов стоимости из баллов роста не сильно отличается от нуля, то соответствующие акции классифицируются как смешанные акции.

Границы между акциями стоимости, роста и смешанными акциями устанавливаются таким образом, чтобы в течение 3-летнего скользящего периода каждый стиль представлял  $\frac{1}{3}$  множества в рамках каждого класса капитализации. Таким образом поддерживается приблизительно равное число компаний в каждом сегменте матрицы. Дважды в год Morningstar изменяет состав каждого индекса (включая или исключая акции тех или иных компаний). Кроме того, Morningstar ежеквартально проводит ребалансировку индексов (корректируя соответствующие весовые коэффициенты).

Акции более 5000 компаний, входящих в расчет индекса Wilshire 5000 Composite Index, на основе методологии Morningstar распределяются по сегментам, как видно из матрицы на *рис. 6.2*. В каждом сегменте матрицы на указанном рисунке приводится то количество компаний, которое входит в каждый сегмент.

По состоянию на январь 2010 г. строка матрицы с акциями компаний высокой капитализации включает акции 241 компании, что представляет лишь 5% компаний, охваченных индексом Wilshire 5000 Composite Index, представляя в то же время 70% плавающей рыночной стоимости всего фондового рынка США. По состоянию на январь 2010 г. насчитывались акции 578 компаний средней капитализации, на долю которых приходилось еще 20%, и акции 784 компаний малой капитализации, на долю которых приходилось 7%. Еще акции более 3400 компаний микрокапитализации составляли оставшиеся 3%.

## РИСУНОК 6.2

Количество акций в ячейках матрицы стилей Morningstar

	Акции стоимости	Смешанные акции	Акции роста
Акции компаний высокой капитализации	74	78	89
Акции компаний средней капитализации	184	214	180
Акции компаний малой капитализации	250	279	255
Акции компаний микрокапитализации	3400+		

### АНАЛИЗ ФАКТОРОВ И ИХ ВЛИЯНИЯ НА КАЧЕСТВО ПОРТФЕЛЯ

Факторы — это широкие характеристики портфеля, которые обуславливают отличие одного портфеля от другого. Двумя основными факторами, которые определяют риск и доходность портфеля, являются фактор размера и фактор стиля. Фактор размера сравнивает средневзвешенную рыночную стоимость акций в одном портфеле со средневзвешенной рыночной стоимостью акций в другом портфеле или индексе. Фактор стиля сравнивает вес акций стоимости и роста в одном портфеле с другим портфелем или индексом.

#### Зависимость качества портфеля от фактора размера

Средневзвешенная рыночная цена акций в каком-либо индексе оказывает большое влияние на долгосрочную доходность этого индекса. В конце 1970-х годов двое ученых, Рольф Банц и Марк Рейнганум, независимо друг от друга обнаружили, что долгосрочная доходность акций компаний микрокапитализации приблизительно на 5% в год выше доходности акций компаний высокой капитализации <sup>[23]</sup>.

Это не лишено смысла, поскольку менее ликвидные акции очень мелких компаний характеризуются большей волатильностью цен, чем акции крупных компаний, и, следовательно, способны приносить со временем более высокую доходность.

В связи с этим интересно отметить, что, воспользовавшись новыми финансовыми моделями риска и доходности, разработанными Уильямом Шарпом, Банц и Рейнганум пришли к выводу, что доходность акций микрокапитализации оказывается выше ожидаемой даже с учетом их большей волатильности цен. На рынке акций компаний микрокапитализации происходило еще что-то такое, что не было учтено в показателях волатильности доходности. Эта дополнительная доходность, наверное, является платой за риск ликвидности. Инвесторы в акции компаний микрокапитализации должны зарабатывать больше из-за небольшого количества акций, находящихся в обращении. Каждый раз, когда кто-либо из инвесторов пытался продать значительное количество таких акций, происходило падение цены.

Интересным для Банца и Рейнганума было и то обстоятельство, что иногда цены акций компаний микрокапитализации и цены акций компаний высокой капитализации двигались в противоположных направлениях. Это означало, что доходность акций компаний микрокапитализации не всегда коррелирует с доходностью других акций. Соответственно, включение в портфель большей доли акций компаний микрокапитализации по сравнению с незначительной долей, которая принадлежит им в индексной фонде акций общего рынка, может приносить диверсификационную выгоду.

Сводные данные *табл. 6.4* позволяют лучше понять суть разницы в доходности между общим рынком акций и акциями компаний микрокапитализации. Индекс акций компаний микрокапитализации из *табл. 6.4* получен Центром исследования стоимости ценных бумаг (CRSP). Индексы CRSP Stock File содержат совокупные исторические данные по всем акциям, которые торгуются на NYSE и NASDAQ начиная с 1926 г.

---

#### ТАБЛИЦА 6.4

Сравнение акций компаний микрокапитализации и широкого рынка



Год	Индекс общего рынка CRSP акций компаний США	Индекс акций компаний микрокапитализации CRSP	Доходность индекса акций компаний микрокапитализации минус доходность индекса общего рынка CRSP
1995	36,8	33,3	-3,5
1996	21,8	19,1	-2,7
1997	31,8	24,1	-7,7
1998	24,1	-7,9	-32,0
1999	20,9	32,2	11,3
2000	-7,5	-13,4	-5,9
2001	-11,5	34,2	45,7
2002	-21,6	-14,1	7,5
2003	31,6	78,4	46,8
2004	12,5	16,8	4,3
2005	6,2	3,7	-2,5
2006	15,5	18,1	2,6
2007	5,8	-7,9	-13,8
2008	-36,7	-41,5	-4,8
2009	28,8	61,1	32,3

Источник: CRSP.

Обратите внимание на большую разницу в доходности между индексом акций компаний микрокапитализации CRSP и индексом общего рынка акций компаний США за несколько лет. Эти различия представляются довольно неожиданными, учитывая тот факт, что оба эти индекса включают акции тысяч американских публичных компаний. Вообще говоря, ученые полагают, что в широко диверсифицированном портфеле акций риск отдельно взятой акции полностью сглаживается, а остается только рыночный риск. Например, ожидается, что доходность случайно выбранного портфеля из 1000 акций, диверсифицированного по нескольким отраслям, окажется почти такой же, как доходность какого-либо другого портфеля из 1000 акций, диверсифицированного точно таким же образом. Другое дело, когда в портфель включены только акции компаний микрокапитализации — он ведет себя не так, как какой-либо случайно

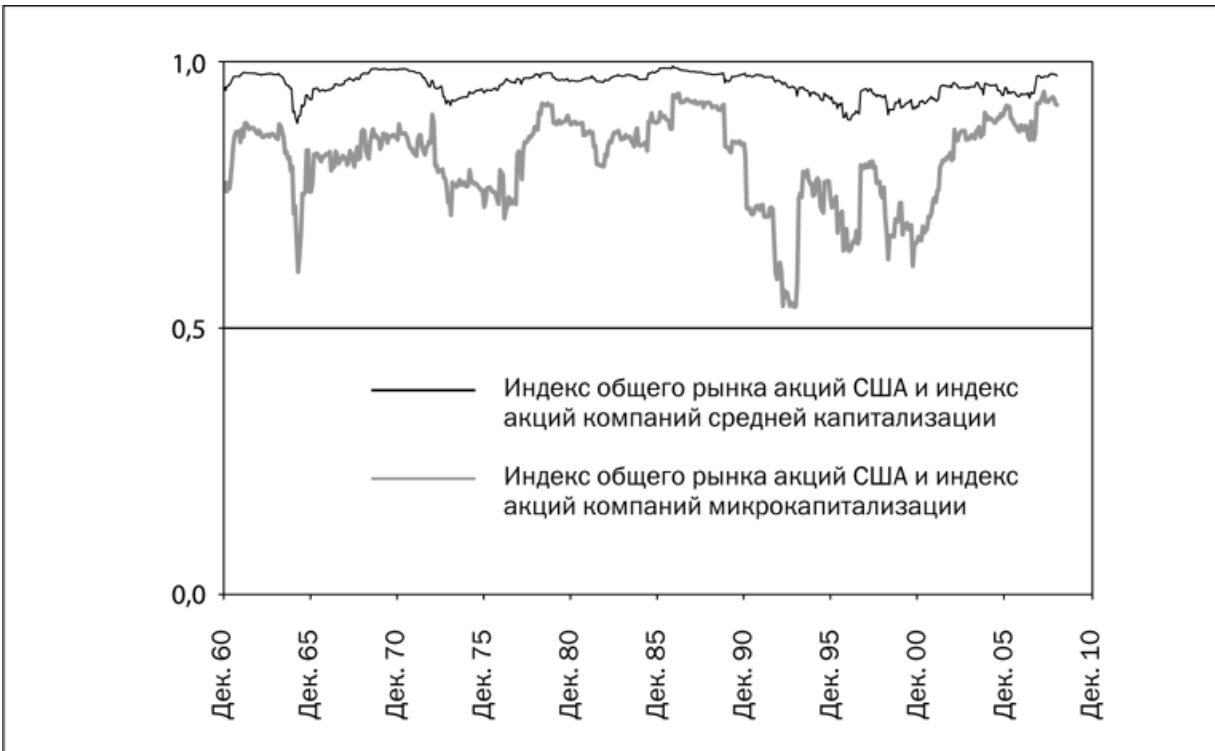
выбранный портфель. Индексы акций компаний микрокапитализации характеризуются уникальным риском, который невозможно сгладить путем добавления акций большего числа компаний микрокапитализации.

На *рис. 6.3* показана 36-месячная скользящая корреляция между индексом общего рынка акций американских компаний CRSP, индексом акций компаний средней капитализации CRSP и индексом акций компаний микрокапитализации CRSP. Индекс акций компаний средней капитализации CRSP почти все время характеризуется высокой положительной корреляцией с индексом широкого рынка. Следовательно, отдельный портфель акций компаний средней капитализации не является идеально диверсифицированным для инвесторов, владеющих паями какого-либо индексного фонда общего рынка акций. Акции крошечных компаний микрокапитализации обеспечивают лучшую диверсификацию, поскольку временами устанавливается низкая корреляция этих акций с общим рынком акций. Изменение корреляции от высокой до низкой свидетельствует о потенциале диверсификации в этой нишевой области акций компаний микрокапитализации.

### **РИСУНОК 6.3**

---

36-месячные скользящие корреляции индекса совокупного американского рынка с индексом акций компаний микрокапитализации и акций компаний средней капитализации

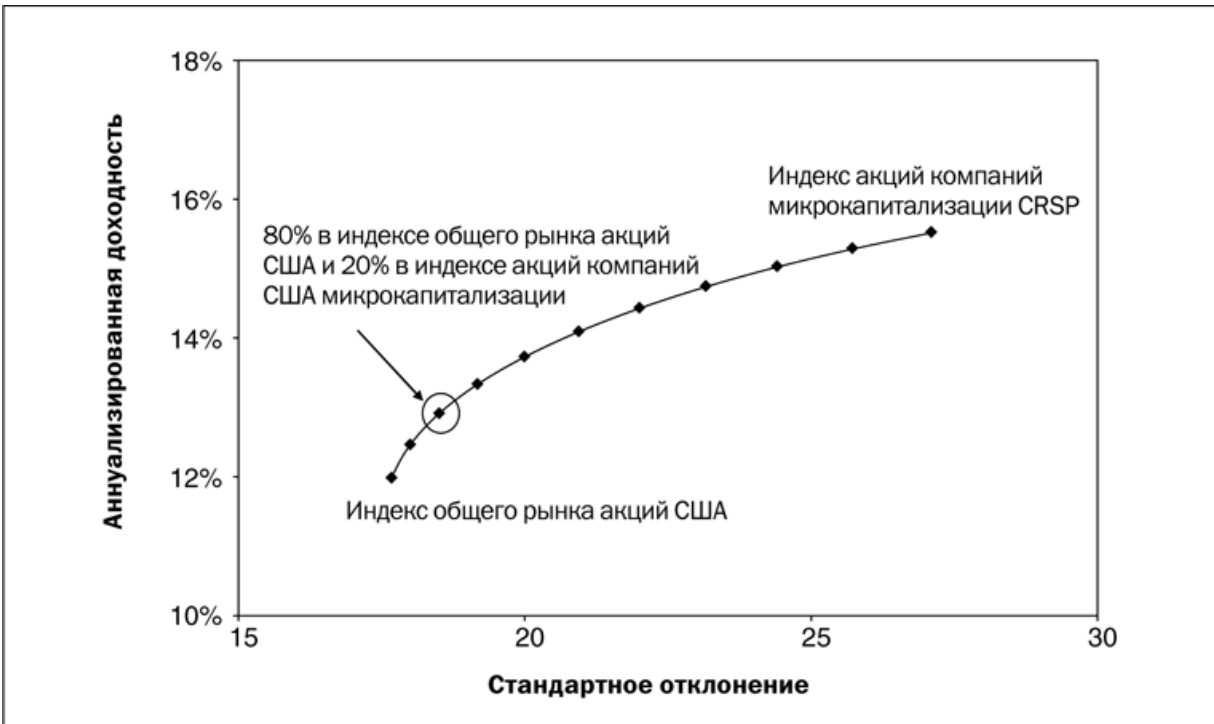


Портфель с завышенной долей акций компаний микрокапитализации ведет себя не так, как портфель акций общего рынка. *Рис. 6.4* иллюстрирует теоретическое диверсификационное преимущество, достигаемое путем добавления 10%-ных долей акций компаний микрокапитализации к индексу общего рынка акций CRSP.

Если бы это было возможно, то за 30-летний период (1980–2009 гг.) портфель, на 80% состоящий из паев индексного фонда акций общего рынка и на 20% — из паев индексного фонда акций компаний микрокапитализации, повышал бы доходность акций компаний США на 0,8% при весьма незначительном повышении риска. Однако показатели доходности, представленные на *рис. 6.4*, являются лишь теоретическими, поскольку в 1980 г. индекса акций компаний микрокапитализации еще не было. Сегодня такой индекс в нашем распоряжении имеется. Сейчас у вас есть возможность инвестировать в низкозатратный индексный фонд акций общего рынка, не взимающий комиссии за продажу паев инвесторам, и в индексный фонд акций компаний микрокапитализации, хотя должен признать, что в категории фондов акций компаний микрокапитализации выбор очень невелик.

## РИСУНОК 6.4

Доходность в результате добавления акций компаний микрокапитализации в фонд общего рынка (1975–2009 гг.)



Акции свыше 3500 компаний микрокапитализации, которые активно торгуются на фондовых биржах США, составляют лишь 3% стоимости всех акций, котирующихся на фондовых биржах. Это намного меньше, чем рыночная капитализация таких компаний, как Microsoft или Exxon Mobil. Таким образом, влияние показателей любой отдельно взятой компании микрокапитализации на фондовый рынок в целом близко к нулю; влияние всего рынка акций компаний микрокапитализации на функционирование всего фондового рынка США также близко к нулю. Завышение доли акций компаний микрокапитализации в портфеле как отдельно взятой категории акций компаний США обеспечивало диверсификационные преимущества в прошлом и может повышать диверсификационные преимущества в будущем.

А теперь плохие новости: очень трудно найти истинный низкозатратный широко диверсифицированный фонд акций компаний микрокапитализации. В сущности, таких фондов вообще не

существует. Дело в том, что этот рынок очень трудно индексировать. Существует небольшое число фондов, в названии которых присутствует слово «микрокапитализация», но это не фонды, которые состоят полностью из акций компаний микрокапитализации. Они инвестируют в основном в акции компаний малой и средней капитализации.

Некоторые активно управляемые фонды акций компаний микрокапитализации стоят того, чтобы обратить на них внимание, но большинство из них взимает высокую комиссию при продаже паев инвесторам или очень высокую плату за управление. Существуют фонды, доступ в которые закрыт для новых инвесторов. Иногда такой закрытый фонд открывается на какое-то время, и если вы хотите стать его инвестором, то в этот период времени вы должны располагать свободной наличностью. Это означает, что деятельность определенных фондов приходится отслеживать, чтобы знать, в какие моменты они открывают доступ для новых инвесторов.

Убедитесь, что средняя рыночная стоимость компаний микрокапитализации, фонды акций которых вы выбрали, не превышает 200 млн долл. и что этот фонд широко диверсифицирован и включает акции как минимум 300 компаний. Убедитесь и в том, что совокупные затраты не превышают 1% и что при покупке или погашении паев этого фонда не взимаются комиссионные. Удачи!

### **Зависимость качества портфеля от фактора стиля**

Практика классификации акций по категориям стилей так же стара, как сама по себе купля и продажа акций. Когда-то для классификации акций на акции стоимости и роста инвесторы использовали главным образом дивидендную доходность. Акции, на которые выплачивались высокие дивиденды, считались акциями стоимости, а акции, на которые выплачивались низкие дивиденды, соответственно, считались акциями роста. По мере расширения доступа инвесторов к финансовой информации (частично благодаря обязательной отчетности перед SEC) грамотность инвесторов существенно повысилась. Аналитики предложили такие показатели, как коэффициент «цена/прибыль» (P/E) <sup>[24]</sup> и коэффициент «цена/прибыль/рост» (PEG) <sup>[25]</sup>. Кроме того, главной разделительной чертой стал коэффициент «цена/балансовая

стоимость» (P/B , Price/Balance). Считалось, что эти коэффициенты могут служить неплохим ориентиром при поиске возможностей для выгодных инвестиций. Акции с низкими коэффициентами P/E и P/B считались более выгодными, чем акции, у которых эти коэффициенты имели высокие значения.

В 1934 г. Бенджамин Грэм и Дэвид Додд в своем классическом труде по инвестициям Security Analysis («Анализ ценных бумаг») высказали собственные мысли по поводу того, какими должны быть величины этих коэффициентов. Книга Security Analysis до сих пор остается одним из самых распространенных классических трудов по инвестициям<sup>[26]</sup>. С момента ее написания прошло более 75 лет, однако за это время в сфере фундаментального инвестирования изменилось не так уж много. В наши дни инвесторы по-прежнему анализируют те же самые фундаментальные факторы и соотношения цен; они по-прежнему ищут более выгодные вложения, анализируя коэффициенты P/E и P/B. Разумеется, в том, как люди анализируют эти данные, а также в количестве информации, доступной широкому кругу инвесторов, произошли некоторые изменения. Однако, несмотря на возросший объем информации, анализ этих данных производится в сотни раз быстрее благодаря быстродействию и точности современных компьютеров.

По мере совершенствования методов оценки ценных бумаг аналитики и ученые пришли к согласию по поводу обозначения категорий акций по стилям. Компании с высокой рыночной стоимостью в сравнении с их фундаментальными показателями и перспективами были обозначены как компании роста. Компании с низкой рыночной стоимостью в сравнении с их фундаментальными показателями и перспективами были обозначены как компании стоимости. Некоторые составители индексов используют еще и третью категорию для нейтральных акций, оценка которых оказывается между компаниями роста и стоимости.

По мере роста популярности классификации акций по стилям, а также по мере роста быстродействия компьютеров и скорости обработки ими информации ученые, вполне естественно, обратились к историческим данным и реконструировали индексы, основываясь на

методологии стилей. В 1970-е годы у исследователей появилась возможность сравнить с высокой степенью точности исторические (вплоть до начала XX в.) показатели доходности по стилям. Проведенный анализ исторических данных показал, что на длинном временном горизонте акции стоимости оказались на несколько процентов более доходными, чем акции роста; такая же тенденция проявилась и на большинстве отдельных 10-летних периодов.

Кроме того ученые пришли к выводу, что эта «надбавка за стоимость» имеет место и на зарубежных рынках, а из этого следовало, что факторы, обуславливающие доходность акций стоимости компаний США, обуславливают также доходность акций стоимости иностранных компаний. Возник естественный вопрос: «Сохранится ли в будущем превышение доходности акций стоимости иностранных компаний над доходностью акций роста иностранных компаний?» Мнения специалистов по этому вопросу разошлись.

Сторонники роста подвергли серьезному сомнению значимость надбавки за стоимость. Кое-кто называл этот эффект стоимости аномалией, которая вряд ли сохранится в будущем. Другие подвергали сомнению точность исследований, выявивших этот эффект. Были и такие, кто говорил, что эти данные точны теоретически, но когда теория применяется к реальным портфелям, торговые издержки и ограничения ликвидности полностью нивелируют любую надбавку за стоимость на рынке.

В июне 1992 г. Юджин Фама и Кеннет Френч выпустили еще один залп в защиту эффекта стоимости, опубликовав весьма основательную статью по этому вопросу в *Journal of Financial Economics*. Статья называлась «Поперечное сечение ожидаемой доходности акций»<sup>[27]</sup>.

Юджин Фама и Кеннет Френч высказали идею, что доходность широко диверсифицированного портфеля акций определяется тремя основными факторами риска, коими являются базовый риск рынка как такового (рыночный риск, или коэффициент бета), процент акций компаний малой капитализации в портфеле к рыночному весу (размер) и процент стоимостной ориентации к рыночному весу (последний определяется коэффициентом P/B —  $VtM$ <sup>[28]</sup>).

Когда Фама и Френч определили, в какой степени три указанных фактора риска (коэффициент бета, размер и ВtМ) влияют на широко диверсифицированный портфель, они смогли с 95%-ной точностью определить качество функционирования этого портфеля по отношению к фондовому рынку, *не зная фактической доходности этого портфеля*. Это означало, что 95% доходности портфеля определяются величиной риска, учитываемого тремя указанными факторами, и что лишь незначительная часть доходности портфеля является результатом выбора акций в данном портфеле. Эти выводы оказались серьезным ударом для активных управляющих портфелями, которым до того времени удавалось убеждать широкие круги инвесторов в том, что именно умение управляющих правильно выбирать акции является главным фактором, обуславливающим доходность портфелей.

Ниже приведено краткое объяснение трех факторов Фамы и Френча, которые обуславливают 95% доходности диверсифицированного портфеля акций компаний США.

- 1. Фактор рыночного риска.** Обычно его обозначают через коэффициент бета ( $\beta$ ). Все диверсифицированные портфели акций колеблются (в той или иной степени) вместе с общим рынком акций. Коэффициент бета — это мера движения того или иного портфеля на широком рынке. В среднем около 70% доходности широко диверсифицированного портфеля обуславливается действием коэффициента бета, что делает этот фактор самым влиятельным в объяснении доходности портфелей.
- 2. Фактор риска размера.** Фама и Френч подтвердили правильность выводов более ранних исследований, в соответствии с которыми акции компаний малой капитализации обеспечивают более высокую доходность, чем широкий рынок, и не всегда движутся так, как широкий рынок (то есть не коррелируют с ним). Фактор размера невозможно устранить путем диверсификации, добавляя в портфель дополнительные акции компаний малой капитализации; следовательно, они заключают в себе свой собственный, уникальный фактор риска. Чем больше процент акций компаний малой капитализации к



рыночному весу в портфеле, тем больше фактор размера влияет на портфель.

**3. Фактор риска стоимости.** Фама и Френч предложили количественную оценку более ранних исследований, показав, что акции стоимости характеризуются более высокой доходностью, чем широкий рынок, и что акции стоимости не всегда коррелируют с акциями роста. Подобно риску размера, фактор стоимости невозможно устранить путем диверсификации, добавляя в портфель дополнительные акции стоимости; следовательно, стоимость включает в себе свой собственный, уникальный фактор риска.

С тех пор Юджин Фама и Кеннет Френч разработали ряд индексов, которые измеряют факторы размера и стиля на основе предложенной ими методологии. Значения этих индексов бесплатно доступны на сайте Кеннета Френча в Дартмутском колледже<sup>[29]</sup>.

### ФАКТОР СТОИМОСТИ (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

Глядя на *табл. 6.5–6.7*, легко сравнить доходность стилей от трех составителей индексов. Источником первой совокупности показателей доходности являются Фама и Френч, второй — Frank Russell and Company, третьей — Dimensional Fund Advisors (DFA). Индексы FF (Фамы и Френча) и DFA охватывают период с 1926 г., в то время как индексы Russell охватывают период с 1979 г. Приведенное здесь сравнение включает данные за 30 лет (с момента начала использования индексов семейства Russell).

**ТАБЛИЦА 6.5**

Сравнение фондов акций компаний высокой капитализации (1979–2009 гг.), в %

Показатель	Фонд акций роста компаний высокой капитализации FF	Индексный фонд акций компаний высокой капитализации FF	Фонд акций стоимости компаний высокой капитализации FF	Фонд акций роста Russell 1000	Фонд акций Russell 1000	Фонд акций стоимости Russell 1000
Аннуализированная	11,3	11,5	13,0	10,5	11,5	12,1

доход- ность						
Стан- дарт- ное откло- нение	16,6	15,6	16,1	17,8	15,6	14,9

Прежде чем приступить к обсуждению результатов этого исследования, необходимо объяснить соответствующую методологию. Есть существенные различия в методах выбора акций для индексов акций стоимости FF/DFA и индексов стоимости Russell.

Во-первых, FF и DFA используют только один фундаментальный коэффициент для разделения акций стоимости и роста, а именно: FF использует в качестве приближения коэффициент BtM. Для разделения акций стоимости и роста Russell использует многофакторную модель. Во-вторых, индексы стиля FF/DFA являются взаимоисключающими, а это означает, что если какая-либо акция относится к одному стилю, то она не может принадлежать к другому стилю. Для перехода от акций роста к акциям стоимости Russell использует градуированную шкалу. Если какой-то акции в индексе Russell присущи характеристики и акций роста, и акций стоимости, то ее рыночную цену можно разделить на оба сегмента. Например, 60% рыночной цены некой акции можно отнести к акциям роста, а 40% — к акциям стоимости. В-третьих, нейтральные индексы FF являются взаимоисключающими и по отношению к их индексам акций стоимости, и по отношению к их индексам акций роста, тогда как в индексах Russell не предусмотрена нейтральная категория.

*Табл. 6.5* демонстрирует разницу в рисках и доходности между акциями роста компаний высокой капитализации, акциями стоимости компаний высокой капитализации и индексами акций компаний высокой капитализации базовых отраслей FF с индексами акций компаний высокой капитализации Russell.

Несмотря на существование больших различий в методологии стилей этих двух составителей индексов, результаты использования и индексов акций стиля компаний высокой капитализации FF, и индексов акций стиля компаний высокой капитализации Russell 1000

за прошедшие 30 лет почти одинаковы. При использовании обеих методологий результаты, продемонстрированные акциями стоимости компаний высокой капитализации, оказались лучше результатов, продемонстрированных акциями роста, а риск, измеряемый стандартным отклонением, оказался меньшим у акций стоимости, чем у акций роста.

Аналогично в *табл. 6.6* сравниваются индексы акций стиля компаний малой капитализации FF и индексы акций стиля компаний малой капитализации Russell 2000. Приведенные в этой таблице данные свидетельствуют о значительной разнице между уровнями доходности акций стоимости компаний малой капитализации и акций роста компаний малой капитализации.

**ТАБЛИЦА 6.6**

Сравнение фондов акций компаний малой капитализации (1979–2009 гг.), в %

Показатель	Фонд акций роста компаний высокой капитализации FF	Индексный фонд акций компаний высокой капитализации FF	Фонд акций стоимости компаний высокой капитализации FF	Фонд акций роста Russell 2000	Фонд акций Russell 2000	Фонд акций стоимости Russell 2000
Аннуализированная доходность	7,9	12,8	17,2	8,8	11,3	13,3
Стандартное отклонение	24,1	20,3	18,2	23,5	19,9	17,4

Более высокая доходность акций стоимости компаний малой капитализации по сравнению с акциями роста компаний малой капитализации была большей для каждого индекса за рассматриваемый 30-летний период. Кроме того, риск акций стоимости компаний малой капитализации, измеряемый их стандартным отклонением, оказался значительно меньшим, чем риск акций роста компаний малой капитализации. Эти данные указывают

на то, что стоимостная надбавка оказывается более значительной для акций компаний малой капитализации по сравнению с акциями компаний высокой капитализации.

В табл. 6.7 сравнивается надбавка за стоимость по общему рынку акций, измеряемая индексами Russell 3000 и индексами DFA, которые аналогичны индексам FF. Russell 3000 — это индекс акций 3000 крупнейших компаний США (с поправкой на плавающий курс). Он делится на индекс акций роста Russell 3000 (Russell 3000 Growth Index) и индекс акций стоимости Russell 3000 (Russell 3000 Value Index) с использованием методологии Russell. Индексы широкого рынка DFA (DFA Marketwide indexes) включают все акции, торгуемые на NASDAQ и на NYSE и взвешенные по рыночной капитализации.

**ТАБЛИЦА 6.7**

Сравнение индексов общего рынка (1979–2009 гг.), в %

Показатель	Индекс широкого рынка DFA	Индекс акций стоимости широкого рынка DFA	Индекс акций Russell 3000	Индекс акций стоимости Russell 3000
Аннуализированная доходность	11,7	14,0	11,4	12,2
Стандартное отклонение	15,7	16,8	15,8	14,9

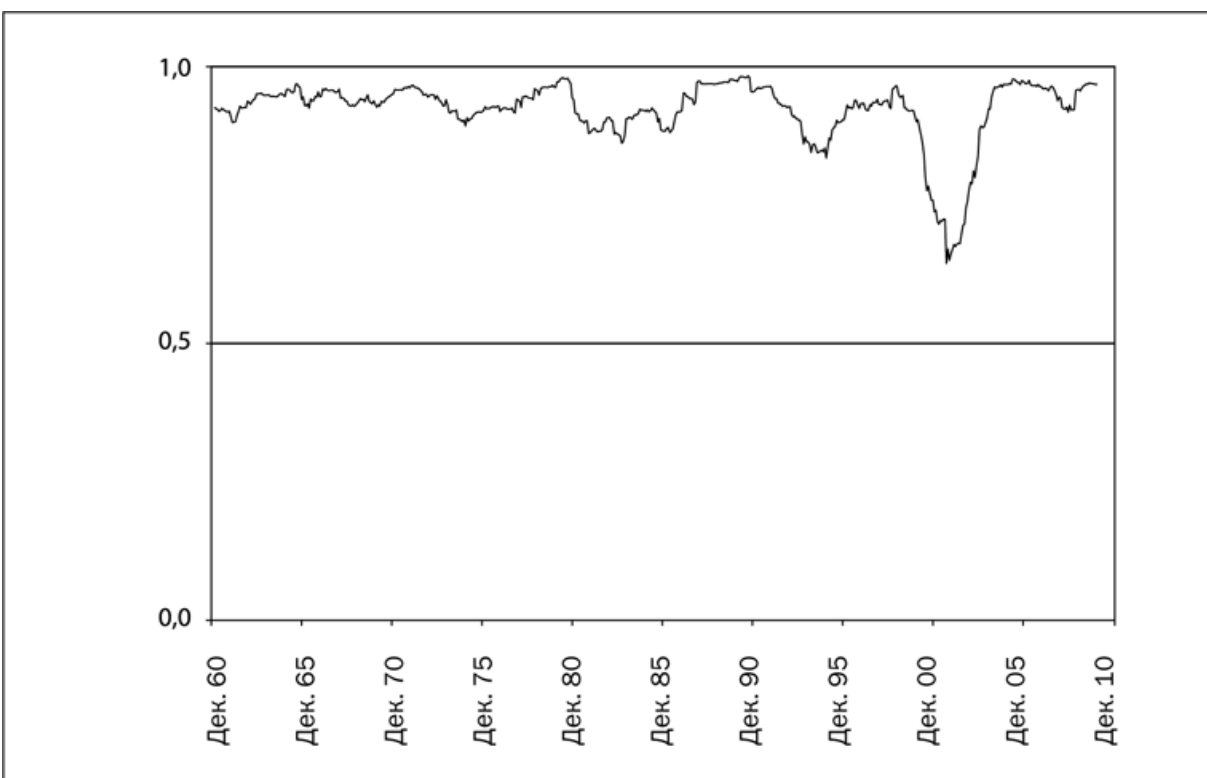
На рис. 6.5 наблюдается скользящая 36-месячная корреляция между композитным индексом Wilshire 5000 Composite Index и индексом акций стоимости широкого рынка DFA (DFA Marketwide Value Index), описанными выше. Обратите внимание на резкое снижение корреляции между акциями стоимости и композитным индексом в конце 1990-х годов. Это явилось следствием быстрого роста стоимости акций роста компаний высокой капитализации (особенно акций высокотехнологичных компаний), которые в то время доминировали в индексе Wilshire 5000.

На рис. 6.6 отображена весьма интересная диаграмма изменения риска и доходности за 30-летний период. Эта диаграмма представляет собой сочетание индекса Russell 3000 с Russell 3000 Value Index и

Russell 3000 Growth Index за 30 лет. В верхнем левом углу этой диаграммы отражены риск и доходность Russell 3000 Value Index, а в нижнем правом углу — риск и доходность Russell 3000 Growth Index. В центре представлен индекс Russell 3000. Начиная с Russell 3000 каждая последующая точка на этой диаграмме добавляет 10% вверх или вниз в индексах Russell Value и Russell Growth. Ребалансировка соответствующих гипотетических портфелей проводилась каждый год.

### РИСУНОК 6.5

Скользящие 36-месячные корреляции между индексом общего рынка акций США и индексом акций стоимости широкого рынка DFA



Начиная с 1979 г. индекс Russell 3000 Value Index превосходил по доходности индекс Russell 3000 Growth Index более чем на 2%, причем превосходство достигалось с риском, меньшим приблизительно на 5%! В связи с этим возникает закономерный вопрос: зачем же в таком случае инвестировать в акции роста? Это объясняется уверенностью инвесторов в том, что в росте доходности акций роста заключается в

целом меньший риск, несмотря на то что меньший риск означает меньшую доходность.

Инвестирование в акции стоимости имеет свои достоинства, поскольку в большинстве периодов акции стоимости демонстрировали лучшие результаты, чем акции роста, причем у инвесторов могло сложиться впечатление, что эти результаты достигались с меньшим риском. Однако рынки часто наказывают тех, кому кажется, что на Уолл-стрит бывают бесплатные обеды. Юджин Фама и Кеннет Френч сказали бы, что акциям стоимости присущ более высокий риск, и именно поэтому их доходность оказалась выше. Просто этот риск не проявился в стандартном отклонении доходности.

Еще одним важным и интересным моментом, на который следует обратить внимание, анализируя диаграмму на *рис. 6.6*, является центральная точка диаграммы. Портфель, состоящий на 50% из индекса Russell 3000 Growth Index и на 50% из индекса Russell 3000 Value Index, характеризуется практически таким же риском и доходностью, что и индекс Russell 3000 Index за весь период времени. Включение в портфель в равных долях фонда акций роста и фонда акций стоимости не обеспечивает инвестору никакого преимущества. Тем не менее именно такую стратегию зачастую рекомендуют инвесторам советники по инвестициям. Более выгодная стратегия заключается в том, чтобы включить в портфель весь рынок и добавлять такие элементы, как акции компаний малой капитализации и акции стоимости, исходя из совокупного риска, который вас устраивает.

#### **РИСУНОК 6.6**

---

Характеристики риска и доходности индексов Russell 3000



## АКЦИИ СТОИМОСТИ КОМПАНИЙ МАЛОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ И ДИВЕРСИФИКАЦИЯ РИСКА

Мы видели, что акции компаний малой капитализации демонстрируют более высокую ожидаемую доходность, чем акции компаний высокой капитализации, — правда, при более высоком стандартном отклонении доходности; кроме того мы убедились, что акции стоимости продемонстрировали более высокую доходность, чем акции роста, при меньшем наблюдаемом риске. Это присуще не только рынку США. Более высокая доходность акций стоимости и акций компаний малой капитализации отмечалась на рынках по всему миру.

Существует много объяснений этому «эффекту стоимости» на рынке, хотя никому не удалось указать точные причины этого явления. Кто-то утверждает, что надбавка за стоимость явилась результатом чрезмерно пессимистических прогнозов в отношении будущей прибыли компаний стоимости. Другие утверждают, что причиной всему явились недоработки со стороны аналитиков ценных бумаг. Уолл-стрит живет за счет комиссии за инвестиционно-банковские услуги и не особенно интересуется неизвестными компаниями, не выпускающими акции.

Какой бы ни была подлинная причина возникновения надбавки за стоимость, большинство ученых полагает, что акциям стоимости присущ дополнительный фундаментальный, или экономический, риск. Согласно исследованиям Фама и Френча, именно этот риск явился причиной того, что акции стоимости обеспечили более высокую доходность, независимо от того, проявился ли этот риск в стандартном отклонении доходности или нет.

Обратим внимание на небольшой сегмент фондового рынка акций, у которого имеется и «надбавка за размер», и «надбавка за стоимость». Эта категория акций стоимости компаний малой капитализации представляет около 3% капитализации широкого рынка США. В табл. 6.8 приводится доходность акций стоимости компаний малой капитализации.

**ТАБЛИЦА 6.8**

Разница в доходности между общим рынком акций компаний США и акциями стоимости компаний малой капитализации

Годы	Индекс общего рынка CRSP акций компаний США	Индекс акций стоимости компаний малой капитализации FF	Индекс акций стоимости компаний малой капитализации FF минус индекс общего рынка CRSP акций компаний США
1995	36,5	27,7	-8,8
1996	21,2	20,7	-0,5
1997	31,3	37,3	6,0
1998	23,4	-8,6	-32,1
1999	23,6	5,6	-18,0
2000	-10,9	-0,8	10,1
2001	-11,0	40,2	51,2
2002	-20,9	-12,4	8,5
2003	31,6	74,7	43,1
2004	12,5	26,6	14,1
2005	6,2	4,8	-1,3
2006	15,5	22,2	6,7
2007	5,8	-16,6	-22,4
2008	-36,7	-43,1	-6,4



2009	28,8	34,6	5,8
------	------	------	-----

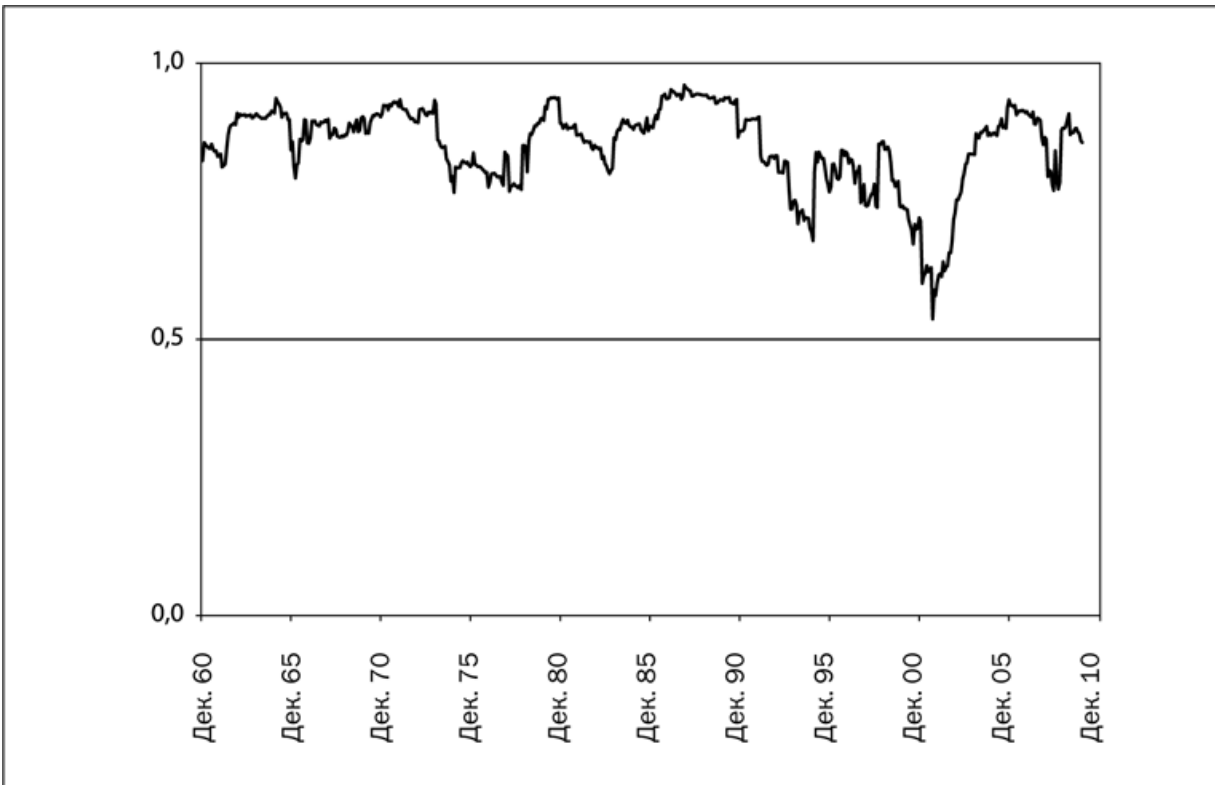
Как и ожидалось, с учетом влияния на доходность этой нишевой категории факторов размера и стиля доходность акций стоимости компаний малой капитализации в каждом году существенно отличалась от доходности общего рынка акций компаний США.

На *рис. 6.7* можно видеть историческую скользящую корреляцию между акциями стоимости компаний малой капитализации и широким рынком. Среднее значение этой корреляции составляет около +0,8, причем она имеет переменный характер. Периоды более низкой корреляции указывают на уникальные риски акций стоимости компаний малой капитализации, а это создает возможности для получения диверсификационного преимущества.

Интересной точкой на *рис. 6.7* является перевернутый пик в корреляции, длившийся с конца 1990-х до начала 2000-х годов. В течение этого периода акции стоимости компаний малой капитализации демонстрировали более слабую доходность по сравнению с общим рынком США, ориентированным главным образом на акции роста компаний высокой капитализации, а затем эта тенденция поменялась на противоположную, и акции стоимости компаний малой капитализации начали демонстрировать лучшую доходность по сравнению с акциями роста компаний высокой капитализации.

#### **РИСУНОК 6.7**

Индекс общего рынка США и индекс акций стоимости компаний малой капитализации FF (36-месячные скользящие корреляции)



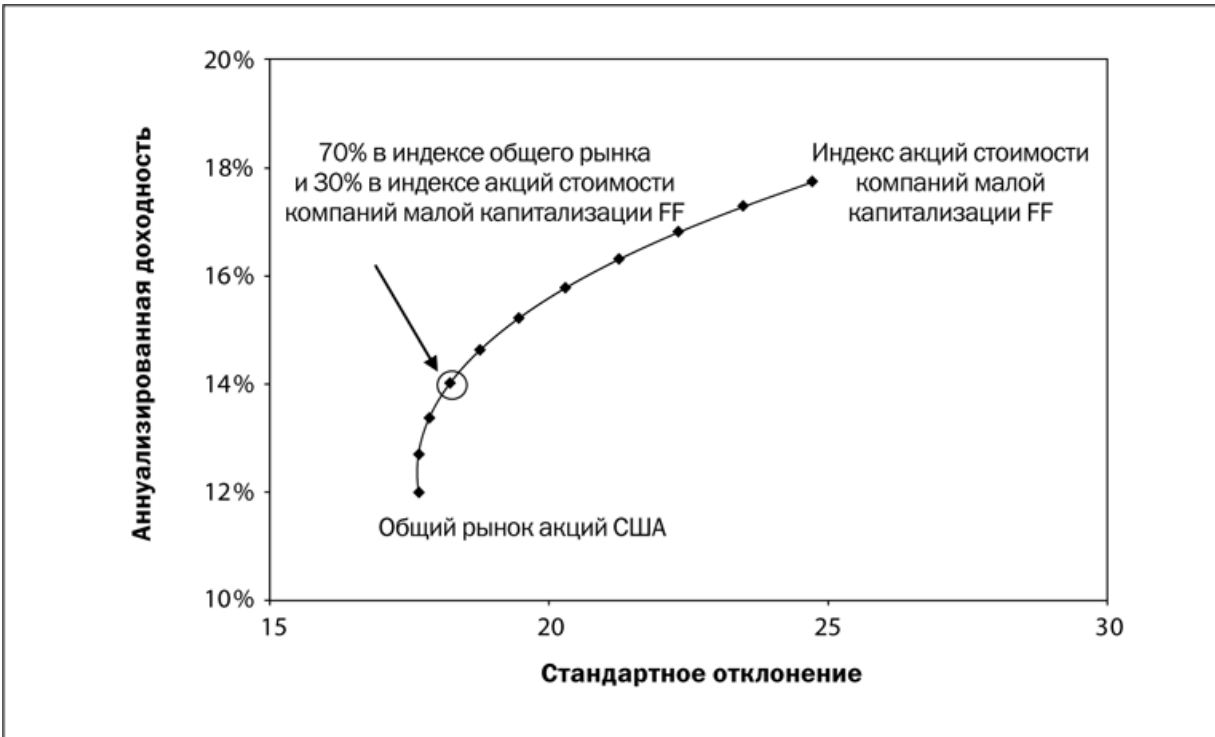
Инвесторы, которые следовали широко диверсифицированному распределению активов, включавшему какой-либо из фондов общего рынка и какой-либо из индексных фондов акций стоимости компаний малой капитализации, в прошлом десятилетии получали весьма неплохие доходы. Разумеется, чтобы оказаться в их числе, требовалось немалое хладнокровие и выдержка. Как указывалось в главе 5 (см. *рис. 5.2*), конец 1990-х годов был временем, когда многие инвесторы отказались от «неприглядных» акций стоимости в пользу «гламурных» акций роста. И что же в результате? А в результате деньги этих инвесторов испарились после краха высокотехнологичного сектора, произошедшего в начале 2000-х годов.

На *рис. 6.8* показано теоретическое диверсификационное преимущество, достигнутое в результате добавления 10%-ных долей индекса акций стоимости компаний малой капитализации FF к индексу общего рынка акций компаний США. Наибольший интерес на *рис. 6.8* представляет портфель, включающий 70% широкого рынка и 30% индекса акций стоимости компаний малой капитализации. За 30-летний период сочетание 70% общего рынка и 30% индекса акций

стоимости компаний малой капитализации повысило бы доходность акций компаний США на 2% при очень незначительном росте риска рассматриваемого портфеля.

### РИСУНОК 6.8

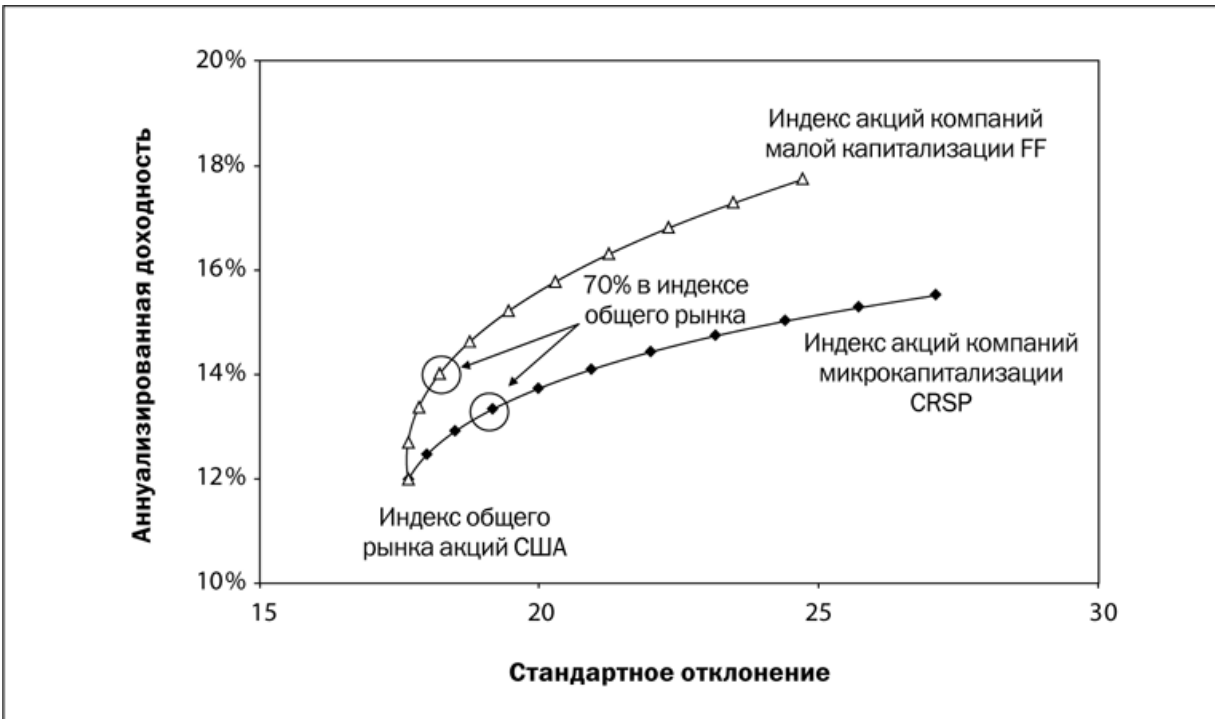
Добавление акций стоимости компаний малой капитализации к фонду общего рынка США (1975–2009 гг.)



Графики на *рис. 6.9* как бы подытоживают материал этой главы, сравнивая границы эффективности Марковица двух портфелей. Один из портфелей использует акции компаний микрокапитализации в качестве инструмента диверсификации для общего рынка акций США, а другой использует акции стоимости компаний малой капитализации.

### РИСУНОК 6.9

Сравнение портфелей, в один из которых добавляются акции стоимости компаний малой капитализации, а в другой — акции компаний микрокапитализации (1975–2009 гг.)



Исторически акции стоимости компаний малой капитализации добавляют бою доходность с меньшим риском, чем акции компаний микрокапитализации. Тем не менее я полагаю, что в портфель целесообразно включить и то и другое. Не исключено, что «то» или «другое» (или «оба вместе») повысит доходность вашего портфеля на длинном временном горизонте.

Это, конечно, не означает, что через 30 лет повышение доходности окажется именно таким или что доходность вообще повысится. Здесь говорится лишь о *прошлом* повышении доходности от инвестирования в размер и стиль — и многие инвесторы уже использовали результаты исследований Юджина Фамы и Кеннета Френча при формировании своих портфелей. Это может привести к снижению премии за риск. Сказать что-либо определенное относительно будущего результата вряд ли возможно.

Напомним, что величины доходности на *рис. 6.9* являются лишь теоретическими, поскольку в 1975 г. еще не существовало взаимных фондов общего рынка, индексных фондов акций стоимости компаний малой капитализации, индексных фондов акций компаний микрокапитализации. Следовательно, никто из инвесторов в те годы не мог в действительности включить в свой портфель 70% широкого

рынка и 30% индекса акций компаний малой капитализации или индекса акций компаний микрокапитализации. В наши дни это стало возможным. Сейчас вы можете выбирать из широкого ассортимента индексных фондов общего рынка акций, а также из конкурирующих с ними низкочастотных индексных фондов акций стоимости компаний малой капитализации и нескольких фондов акций компаний микрокапитализации.

## СПИСОК АКЦИЙ КОМПАНИЙ США ДЛЯ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

В табл. 6.9 приведен частичный список низкочастотных фондов акций компаний США, которые являются возможными кандидатами на включение в перечень ваших инвестиций. Более подробную информацию об этих и других низкочастотных фондах, паи которых продаются без комиссии (фонды без нагрузки), а также о биржевых фондах можно найти на сайтах управляющих компаний фондов (соответствующий список приведен в приложении А).

**ТАБЛИЦА 6.9**

Избранные низкочастотные фонды акций компаний США и биржевые фонды

	Тикер	Базовый индекс
<b>Фонды общего рынка акций</b>		
Vanguard Total U.S. Market Index	VTSMX	MSCI U.S. Broad Market Index
Schwab U.S. Broad Market ETF	SCHB	Dow Jones U.S. Broad Stock Market Index
iShares Russell 3000 Index ETF	IWV	Russell 3000 Index
<b>Фонды акций стоимости компаний малой капитализации</b>		
Vanguard Small-Cap Value Index	VISVX	MSCI U.S. Small Cap Value Index
iShares S&P SmallCap 600/BARPA Value	IJS	S&P 600/BARPA Value Index
iShares Morningstar Small Value	JKL	Morningstar Small Value Index
<b>Фонды акций компаний микрокапитализации</b>		
Bridgeway Ultra-Small Co. Mkt.	BRSIX	CRSP Decile 8–10 (акции компаний микрокапитализации)

## ВЫВОДЫ

Краеугольным камнем любого портфеля акций является широко диверсифицированный индексный фонд рынка акций компаний США. Существует несколько разных индексов общего рынка акций США и управляющих компаний индексных фондов. Самым полным индексом рынка акций компаний США является индекс Wilshire 5000 Composite Index. Другими индексами широкого рынка являются MSCI, Russell, Morningstar и Standard & Poor's. Большинство этих индексов отслеживается тем или иным низкочастотным индексным фондом или биржевым фондом.

Акции компаний микрокапитализации представляют лишь 3% совокупного рынка акций США и могут улучшить диверсификацию любого из индексных фондов широкого рынка. Одна из проблем с акциями компаний микрокапитализации заключается в том, чтобы суметь найти фонд, который представлял бы этот нишевой рынок. Многие фонды акций компаний микрокапитализации закрыты для новых инвесторов, а те, которые все еще открыты, как правило, оказываются дорогостоящими или не придерживаются стратегии, ориентированной исключительно на акции компаний микрокапитализации.

Использование любого из фондов, представляющих акции стоимости компаний малой капитализации, является универсальным методом обеспечения надбавки за размер и стиль. Инвесторы имеют достаточно широкий выбор индексов акций стоимости компаний малой капитализации. От вас требуется лишь проанализировать различия между этими индексами, чтобы выбрать фонд, который представлял бы соответствующий нишевой сектор рынка.

## ГЛАВА 7

---

# Инвестиции в акции иностранных компаний

### КЛЮЧЕВЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

- Акции иностранных компаний обеспечивают валютную диверсификацию.
- Развитые рынки включают страны с развитой экономикой.
- Развивающиеся рынки и пограничные рынки охватывают новые географические регионы.
- Акции иностранных компаний позволяют получать премии за размер и стиль.

Мы живем в огромном мире, который предоставляет поистине безграничные возможности для инвестирования. На нашей планете существует немало рынков акций и облигаций, предоставляющих американским инвесторам значительные диверсификационные преимущества. Немало возможностей предлагают рынки развитых стран, таких как Япония, Австралия, Германия и Великобритания. Хорошими возможностями располагают развивающиеся рынки таких стран, как Китай, Индия, Турция, а также стран Восточной Европы. Хорошо диверсифицированный портфель включает все привлекательные для инвестирования регионы мира.

Инвестирование в акции иностранных компаний предоставляет диверсификационные преимущества, правда, это сопровождается повышением риска. Цены акций иностранных компаний, как правило, характеризуются большей волатильностью, чем цены акций компаний США. Эта повышенная волатильность является результатом действия многих переменных, в том числе:

- 1) валютный риск, обусловленный укреплением доллара США;
- 2) политический риск, обусловленный действиями или бездействием правительств тех или иных стран;

- 3) торговый и ограничительный риск, обусловленный ограничениями на выполнение торговых операций, налагаемыми на инвесторов-нерезидентов;
- 4) регуляторный риск, обусловленный недостаточным контролем со стороны государства и слабостью судебной системы;
- 5) информационный риск, обусловленный нехваткой информации о деятельности иностранных компаний.

Вследствие этих дополнительных рисков ключом к успешному инвестированию в акции иностранных компаний является диверсификация. Невозможно сказать заранее, акции какой страны в краткосрочной перспективе превзойдут по доходности глобальный рынок; также невозможно сказать заранее, укрепится или ослабнет доллар США. Таким образом, инвесторы должны позаботиться о том, чтобы включить в свой портфель небольшую часть акций каждой страны и каждый год проводить ребалансировку своего глобального портфеля акций.

## **ВАЛЮТНЫЙ РИСК**

Колебания курсов валют играют важную роль в риске и доходности зарубежных инвестиций. Когда американские инвесторы покупают акции иностранных компаний и паи взаимных фондов акций иностранных компаний, им приходится конвертировать доллары в зарубежную валюту. Динамика стоимости этой валюты по отношению к доллару США будет влиять на итоговую убыточность или доходность соответствующих инвестиций. На *рис. 7.1* показана стоимость доллара США относительно других основных мировых валют.

### **РИСУНОК 7.1**

---

Доллар США в сравнении с другими основными мировыми валютами





Как видно из графика на *рис. 7.1*, доллар США в течение многих десятилетий демонстрировал тенденцию к снижению своей стоимости. Однако это вовсе не означает, что такая тенденция сохранится и далее. Как поведет себя в будущем доллар США, предсказать невозможно.

Акции компаний США и акции иностранных компаний развитого рынка характеризовались практически одинаковой доходностью в своих национальных валютах. Когда в течение того или иного периода времени стоимость доллара США повышалась, американские инвесторы извлекали боюю выгоду от акций компаний США, чем от акций иностранных компаний. Обратная ситуация имела место, когда стоимость доллара США снижалась. В период 1995–2001 гг. доллар США укреплялся по отношению к другим главным мировым валютам, а фондовый рынок США обеспечивал боюю доходность, чем акции иностранных компаний. К концу 2000-х годов доллар США ослабевал, а доходность акций компаний США не поспевала за доходностью акций иностранных компаний.

## **ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ИНВЕСТИРОВАНИЕ В АКЦИИ ИНОСТРАННЫХ КОМПАНИЙ**

Акции иностранных компаний часто называют «международными» акциями. В данном случае это означает одно и то же, поскольку штаб-квартиры иностранных компаний находятся за пределами США, а их основными валютами расчетов являются валюты стран, в которых находятся штаб-квартиры этих компаний.

Крупные компании, деятельность которых распространяется на многие страны мира, в средствах массовой информации часто называют транснациональными компаниями. Однако такое название является неточным, поскольку оно не отражает истинное положение дел. В целях предоставления финансовой отчетности и уплаты налогов любая (в том числе любая «транснациональная») компания регистрируется только в одной стране и предоставляет отчеты о своих прибылях в национальной валюте именно этой страны.

В основном иностранные компании регистрируют свои акции на одной из местных фондовых бирж, но некоторые крупные компании регистрируют свои акции на фондовых биржах других стран; делается это с целью наращивания собственности за рубежом. Когда зарубежные компании регистрируют свои акции на одной из фондовых бирж США, они осуществляют это посредством американских депозитарных расписок (ADR). ADR представляют акции иностранных компаний, которые учитываются в одном из банков США. Банк конвертирует эти акции в ADR, номинированные в долларах США. Затем эти ADR торгуются наряду с американскими ценными бумагами на NYSE или NASDAQ. Кстати говоря, многие крупные корпорации со штаб-квартирами в США также регистрируют свои акции на фондовых биржах других стран, например в Лондоне и Токио.

Глобальные взаимные фонды акций инвестируют средства как в американские, так и в иностранные компании. Выбор какого-либо из глобальных индексных фондов — хороший вариант, если вы не располагаете значительными средствами для инвестирования и хотите обзавестись зарубежными активами, не прибегая к одновременной покупке паев каких-либо индексных фондов акций компаний США и

акций иностранных компаний. Однако, выбрав некий глобальный индексный фонд, вы лишаете себя возможности контролировать распределение своих активов в масштабе отдельно взятой страны или региона. Стоимость активов, которыми вы владеете в той или иной стране, основана на доле стоимости этой страны по отношению ко всем другим странам в глобальном индексе, который отслеживает данный фонд. В случае с активно управляемым глобальным фондом только управляющий этого фонда будет решать, в какие именно страны или регионы будет осуществляться инвестирование. Как в индексных фондах, так и в активных фондах весовые коэффициенты разных стран и регионов со временем будут изменяться.

Формирование вашего собственного варианта распределения акций компаний США и иностранных компаний выгоднее, чем использование какого-либо глобального индексного фонда, поскольку в первом случае ваши возможности для диверсификации оказываются шире. Кроме того, включение в портфель разных региональных фондов и их ежегодная ребалансировка помогают вам контролировать величину риска, связанного с любым конкретным регионом и любой национальной валютой.

## **КЛАССИФИКАЦИЯ ГЛОБАЛЬНЫХ РЫНКОВ**

Экономисты традиционно делят мир на две четко выраженные категории: развитые рынки и развивающиеся рынки. Разница между этими двумя категориями основана на величине валового национального продукта (ВВП) в расчете на душу населения и на уровне развития рынков свободно обращающихся ценных бумаг и облигаций.

Развитые рынки — это страны, экономика которых достигла такого уровня развития, при котором величина ВВП в расчете на душу населения превышает приблизительно 10 тыс. долл. в год; кроме того в этих странах уже сформировались глубокие и зрелые рынки ценных бумаг. Примерами развитых рынков могут служить Австралия, Германия, Япония и Великобритания. Развитые рынки можно разделить на три сектора: Северная Америка, Европа и Азиатско-Тихоокеанский регион. Северная Америка включает США и Канаду. Европа включает Великобританию и страны континентальной Европы.

Азиатско-Тихоокеанский регион включает несколько крупных рынков, в том числе Японию, Австралию, Гонконг и Южную Корею (последняя вошла в число развитых рынков сравнительно недавно).

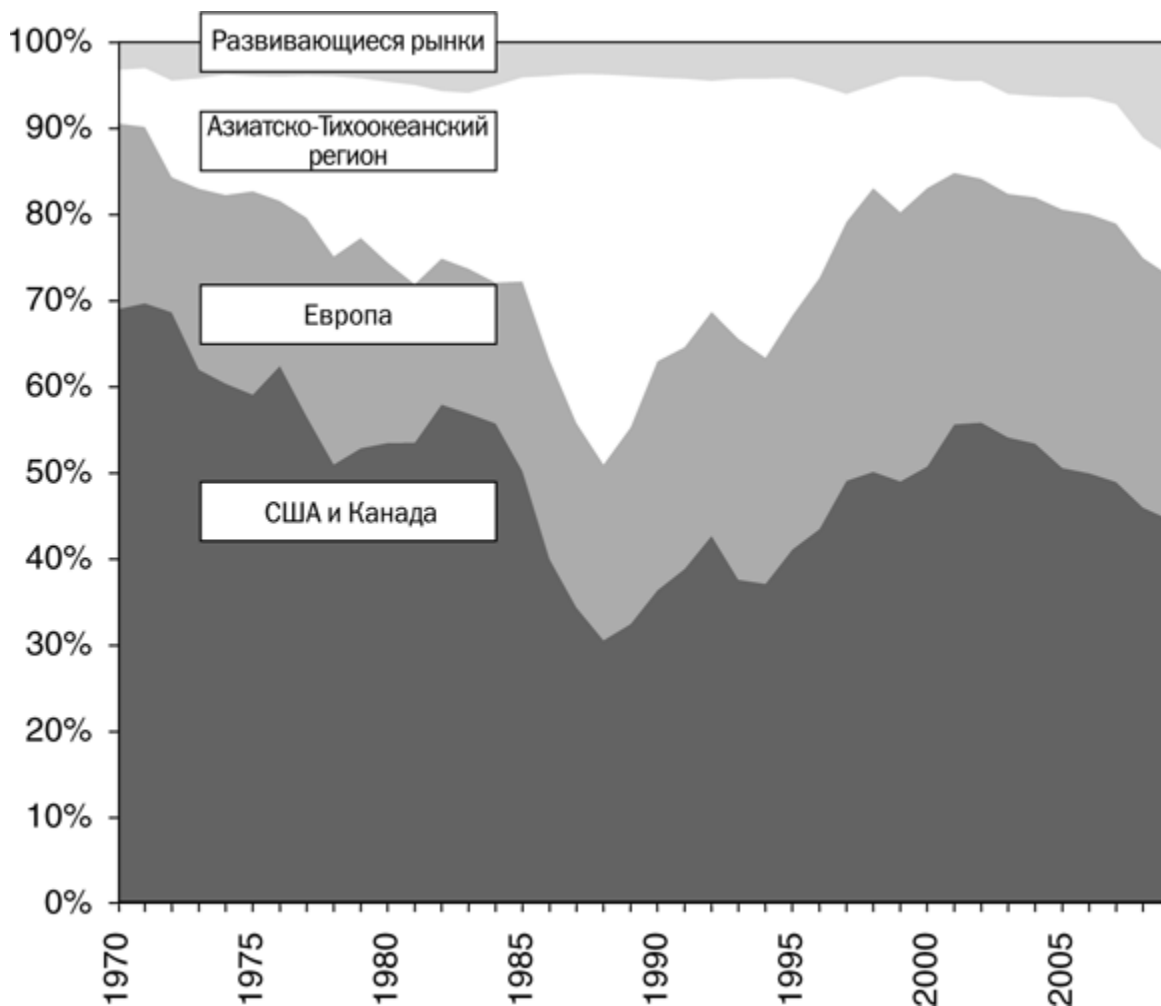
Развивающимися принято называть страны, которые не удовлетворяют указанному выше требованию к ВВП и характеризуются менее развитыми финансовыми рынками. В зависимости от успехов, достигнутых той или иной страной на пути к формированию более открытой и свободной рыночной экономики, развивающиеся рынки подразделяются на «пограничные рынки ранней стадии» и «развивающиеся рынки поздней стадии». Примерами пограничных рынков могут служить Болгария, Аргентина, Вьетнам, Шри-Ланка и Кувейт. Развивающиеся рынки поздней стадии прошли большой путь в своем развитии и превращении в полноценные свободные рынки; к их числу относятся Мексика, Тайвань, Россия, Китай и Южная Африка. Интересно отметить, что большинство взаимных фондов развивающихся рынков концентрируют свои активы на развивающихся рынках поздней стадии, поскольку именно на эти страны приходится самый большой процент капитализации рынка.

На *рис. 7.2* можно видеть распределение стоимости глобального рынка по времени, базирующееся на доле стоимости глобального рынка в каждом регионе. Диаграмма делится на четыре региона: развитые рынки Северной Америки, развитые рынки Азиатско-Тихоокеанского региона, развитые рынки Европы и быстро расширяющийся сектор развивающихся рынков, на который, по данным MSCI, сейчас приходится свыше 12% мирового акционерного капитала.

#### **РИСУНОК 7.2**

---

Глобальные рынки акций с разбивкой по доле стоимости



Страны с малоразвитыми фондовыми рынками, которые не относятся ни к развитым, ни к развивающимся рынкам, обычно включаются в категорию пограничных рынков, на которые приходится менее 1% капитализации глобального рынка. К таким рынкам относятся, в частности, Аргентина, Бахрейн, Ботсвана, Болгария, Румыния, Саудовская Аравия и Сербия.

## ИНДЕКСЫ РАЗВИТЫХ РЫНКОВ

Чаще всего отслеживаемым международным индексом стран развитого рынка является международный индекс стран Европы, Австралии и Дальнего Востока (Morgan Stanley Capital International Europe, Australia and the Far East Index, более известный как MSCI EAFE). Индекс EAFE включает акции около 1000 крупных компаний 23 развитых рынков стран Европы и Азиатско-Тихоокеанского

региона. Этот индекс широко диверсифицирован. Он составлен таким образом, что включает не менее 85% рыночной стоимости каждой отраслевой группы в этих 23 странах.

Индекс EAFE можно представить себе как большой международный индекс S&P 500, который охватывает все развитые страны за исключением США и Канады. Индекс EAFE — это плавающий индекс, который включает в себя лишь ценные бумаги, которые обращаются на биржах. Акции, размещенные в узком кругу инвесторов, и ситуации перекрестного владения акциями<sup>[30]</sup> не учитываются. Morgan Stanley не пытается управлять весовыми коэффициентами секторов, стран или регионов в индексе EAFE.

MSCI предоставляет информацию о доходности индекса EAFE двумя способами: один из отчетов составляется в местной валюте, а другой — в долларах США. В *табл. 7.1* показана степень влияния колебаний валютного курса на доходность (с разбивкой по годам).

MSCI публикует сведения о доходности индекса EAFE и входящим в него акциям начиная с 1970 г. Методология расчета этого индекса и информация о доходности размещены на сайте [www.MSCI.com](http://www.MSCI.com), доступ к данным — бесплатный.

В *табл. 7.2* сравнивается доходность индекса EAFE (за вычетом дивидендов) с доходностью общего рынка акций США. «За вычетом дивидендов» включает поправку на особый налог, которым в некоторых странах облагаются дивиденды, выплачиваемые инвесторам-нерезидентам.

**ТАБЛИЦА 7.1**

Влияние валюты на доходность инвесторов США в индекс EAFE

Годы	Доходность EAFE в местной валюте, %	Доходность EAFE в долл. США, %	Влияние валюты на доход инвесторов США, %
1997	11,8	2,1	-9,7
1998	10,6	20,3	9,7
1999	31,7	27,3	-4,4
2000	-8,5	-14,0	-5,5
2001	-17,5	-21,2	-3,7
2002	-27,5	-15,7	11,8

2003	17,4	39,2	21,8
2004	10,2	20,7	10,5
2005	26,1	14,0	-11,9
2006	13,8	26,9	13,1
2007	1,2	11,6	10,5
2008	-42,1	-43,1	-1,0
2009	24,7	31,8	7,1

**ТАБЛИЦА 7.2**

Сравнение риска и доходности (1970–2009 гг.)

Показатель	MSCI EAFE за вычетом дивидендов в долл. США	Общий рынок акций США
Аннуализированная до- ходность, %	9,5	10,1
Стандартное отклоне- ние, %	17,1	15,9

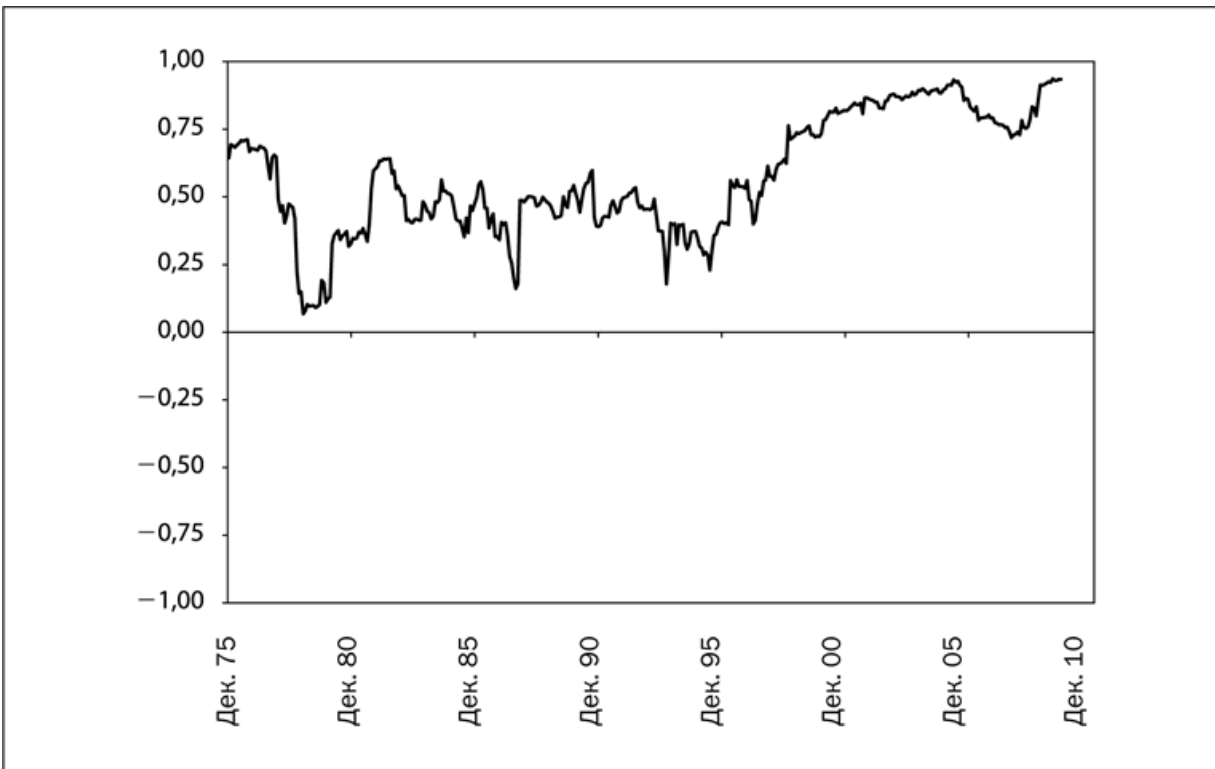
В период 1970–2001 гг. индекс EAFE обеспечивал меньшую доходность, чем общий рынок акций США. По моему мнению, доходность индекса EAFE была очень хорошей. Проблема в том, что доходность общего рынка акций США была просто великолепной. Начиная с 2001 г. индекс EAFE обеспечивал боую доходность, чем общий рынок акций США; эта тенденция сохранилась до конца десятилетия. Быть может, текущее десятилетие ознаменует собою перелом этой тенденции, а возможно — нет. Нельзя предсказать, какой регион мира окажется в будущем лидером по доходности. Таким образом, хорошая инвестиционная политика заключается в том, чтобы в вашем портфеле все время присутствовали не только акции компаний США, но и акции иностранных компаний.

Некоторые инвесторы сомневаются в целесообразности постоянного наличия в портфеле акций иностранных компаний из-за увеличения их корреляции с акциями компаний США. Диаграмма на *рис. 7.3* прекрасно иллюстрирует это явление. Начиная с 1998 г. корреляция между индексом EAFE и общим рынком акций США повысилась приблизительно с +0,5 до +0,8. Однако это не может служить поводом для беспокойства. Мы знаем, что корреляция может

резко меняться, и корреляция между индексом EAFE и общим рынком акций США может измениться в любой момент. Как вы далее убедитесь, диверсификационное преимущество имеет место даже при высоких уровнях текущей корреляции.

### РИСУНОК 7.3

MSCI EAFE в долл. США и общий рынок американских акций (скользящая 36-месячная корреляция)



### ДЕКОМПОЗИЦИЯ ИНДЕКСА EAFE

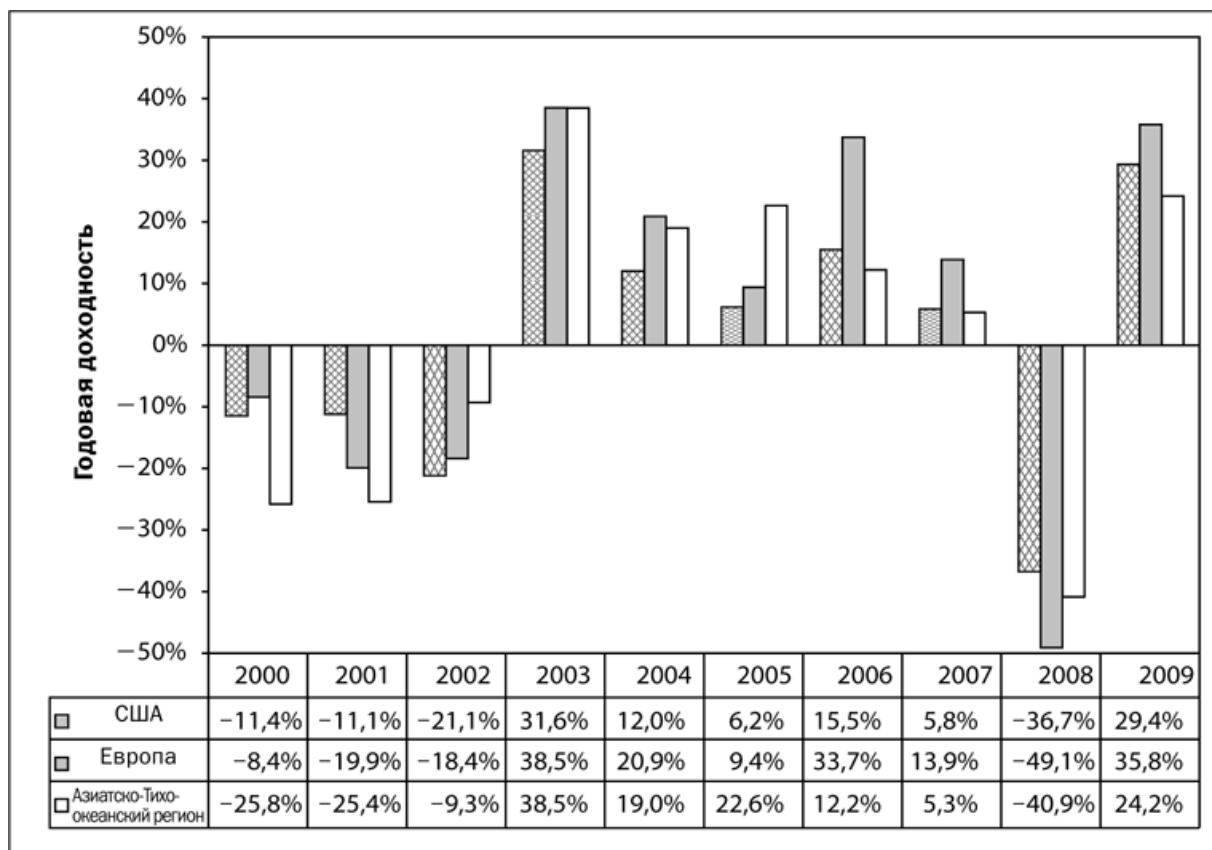
Чтобы лучше понять особенности инвестирования в акции иностранных компаний, нужно проанализировать показатели доходности и корреляции регионов, включенных в индекс EAFE. Индекс EAFE можно разложить на два отдельных географических индекса: индекс MSCI Европы и индекс MSCI Азиатско-Тихоокеанского региона. Графики на *рис. 7.4* позволяют получить наглядное представление о том, насколько разными могут быть показатели доходности разных географических регионов. Как видно из данных по секторам, временами показатели доходности всех регионов



могут быть похожими (как, например, в 2008 г.), а иногда они могут существенно различаться (как это имело место в 2005 г.).

**РИСУНОК 7.4**

Различия в доходности между рынками США, Европы и Азиатско-Тихоокеанского региона



На рис. 7.5 изображены тренды в курсах валют и оценке местных рынков, которые в разные годы вызывали колебания веса EAFE между Европой и Азиатско-Тихоокеанским регионом. В начале 1970-х годов в индексе EAFE доминировала Европа, доля рынка которой составляла 78%. К 1988 г. в результате стремительного роста цены акций японских компаний в индексе EAFE доминировали страны Азиатско-Тихоокеанского региона, доля рынка которых поднялась до 70%. В 1990-е годы чаша весов качнулась в обратную сторону. «Медвежий» рынок в Японии и «бычий» рынок в Европе снова повысили долю Европы более чем до 70%. В последнее время лидерство в индексе EAFE вновь переходит от Европы к Азиатско-Тихоокеанскому региону.

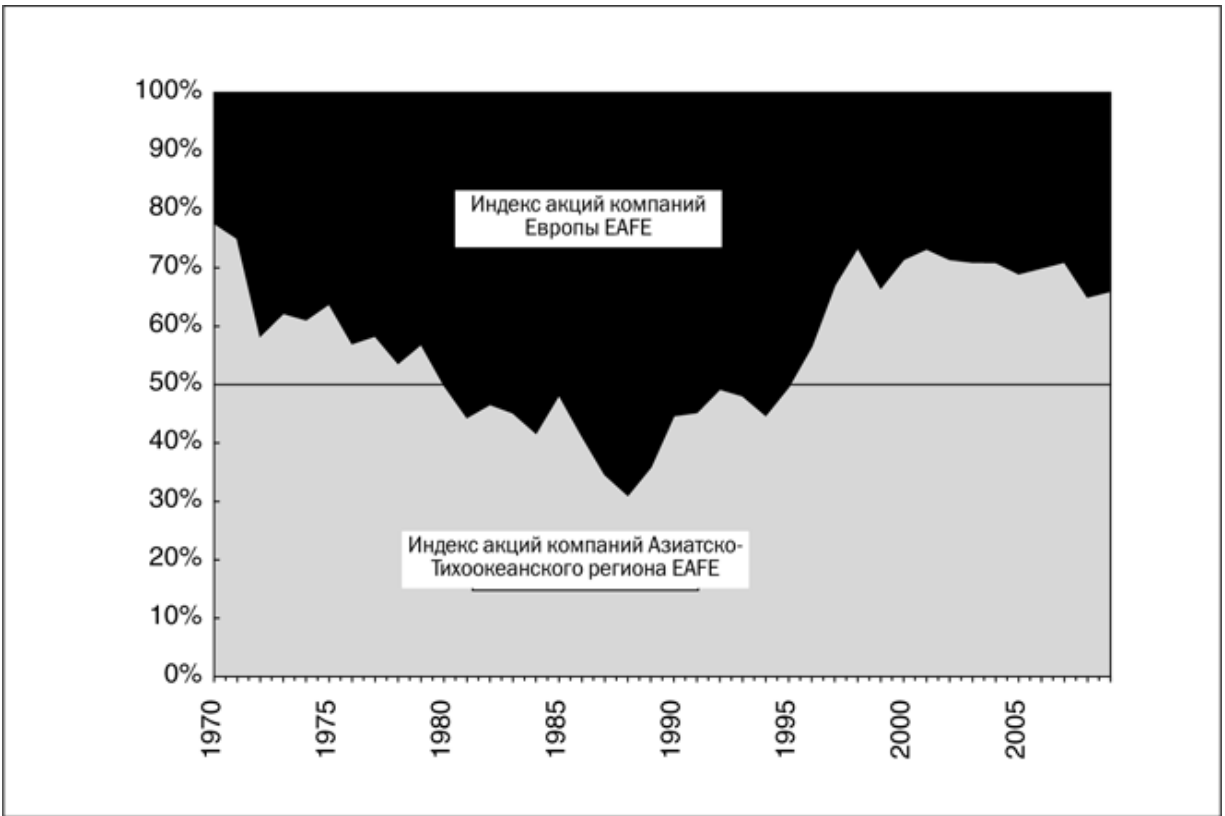
Разделение индекса EAFE по регионам и анализ отдельных корреляций позволяет составить более точное представление о рынке в целом. *Рис. 7.6* иллюстрирует скользящую 36-месячную корреляцию между индексом MSCI Европы и рынком акций США, а также между индексом MSCI Азиатско-Тихоокеанского региона и рынком акций США (здесь уместно напомнить, что корреляция между рынком акций США и индексом EAFE повышается начиная с 1998 г.).

На *рис. 7.6* хорошо видно, что корреляция между США и Европой оказывается традиционно более высокой, чем корреляция между США и Азиатско-Тихоокеанским регионом. Увеличение корреляции между США и Европой, наблюдающееся после 2000 г., совпало с введением евро — единой валюты, принятой 11 странами Европейского союза в 1999 г. Возможно, именно введение евро обусловило увеличение корреляции между США и Европой; возможно, у этого явления была какая-то другая причина. Время покажет, в чем тут дело.

#### **РИСУНОК 7.5**

---

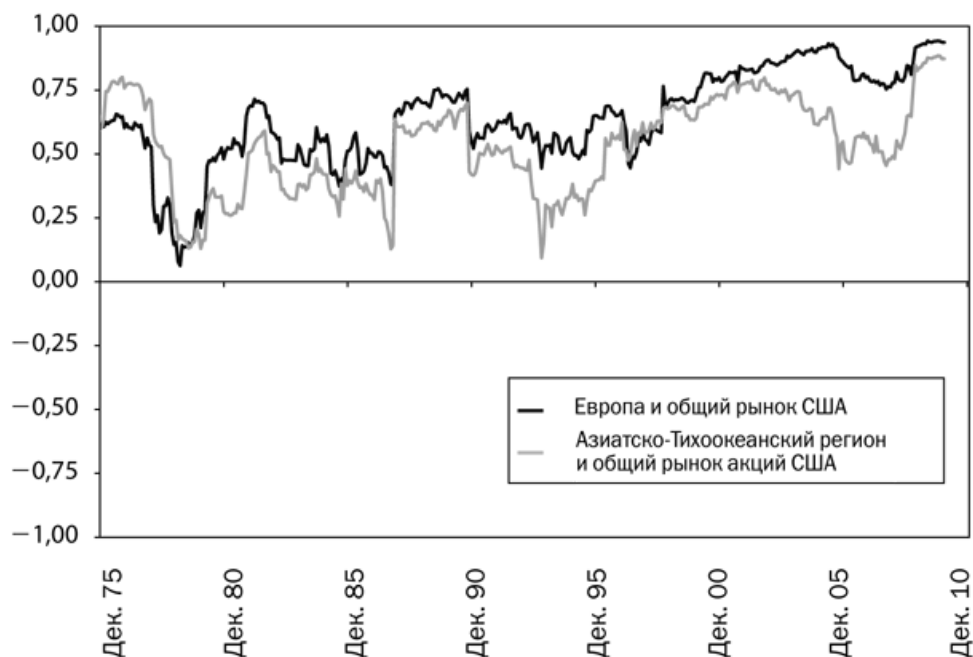
Доли индекса EAFE в развитых рынках Европы и Азиатско-Тихоокеанского региона



Следует также обратить внимание на скачок корреляции между акциями компаний США, Европы, Азиатско-Тихоокеанского региона во время банковского кризиса 2007–2009 гг. Я не ожидаю, что эти корреляции сохранятся на столь высоком уровне, после того как восстановление глобальной экономики наберет обороты и каждая экономика пойдет своим собственным путем. Поэтому рекомендую инвесторам продолжать вкладывать средства во все регионы мира и ежегодно проводить ребалансировку своих портфелей.

#### **РИСУНОК 7.6**

Скольльзящая 36-месячная корреляция между общим рынком акций США, рынками Европы и Азиатско-Тихоокеанского региона



## **БОЛЕЕ ЭФФЕКТИВНОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКЦИЙ ИНОСТРАННЫХ КОМПАНИЙ**

На длительном отрезке времени доходность индекса EAFE не должна уступать американскому рынку акций (с поправкой на разницу валютных курсов). Нет никаких причин полагать, что один рынок или одна отрасль в рамках какого-то рынка должны в течение долгого времени обеспечивать более высокую доходность, поскольку капитал имеет возможность свободно перетекать в более развитые страны. Мы живем в условиях глобальной экономики. Если появится возможность заработать на акциях на одном развитом рынке, то деньги быстро перетекут через континенты и выведут этот рынок на справедливый уровень стоимости. Например, во всех развитых странах есть крупные банки, которые предоставляют ссуды по всему миру. Банковская отрасль в Европе не сможет в течение очень долгого времени превосходить по своим результатам банковскую отрасль США.

Поскольку на длинном временном горизонте доходность всех регионов должна оказаться примерно одинаковой, возникает естественный вопрос: зачем инвестировать в акции иностранных компаний? Мы инвестируем в них главным образом для того, чтобы

обеспечить диверсификацию валюты, и в меньшей степени — чтобы повысить диверсификацию ценных бумаг. Уход от привязки исключительно к доллару США при распределении активов представляет собой сравнительно недорогой способ валютной диверсификации. Преимущество валютной диверсификации максимизируется путем открытия позиций в разных глобальных регионах, которые используют разные валюты, и ежегодным проведением ребалансировки вашего портфеля с целью корректировки ваших целевых позиций.

**ТАБЛИЦА 7.3**

Разделение EAFE по регионам (1970–2009 гг.)

Показатель, %	Индекс EAFE за вычетом дивидендов в долл. США	50% в индексе MSCI Europe и 50% в индексе MSCI Pacific Rim
Аннуализированная доходность	9,5	10,1
Стандартное отклонение	17,1	17,7
Самая высокая доходность за 40 лет	69,4	68,6
Самая низкая доходность за 40 лет	-43,4	-44,9

Источник: Morgan Stanley.

На *рис. 7.5* четко прослеживается смена ситуации в стоимости на противоположную между индексами Азиатско-Тихоокеанского региона и Европы за последние 40 лет. Данные из *табл. 7.3* подтверждают, что за последние 40 лет доходность индекса EAFE составляла около 9,5% (за вычетом дивидендов) и 10,2% до удержания налога с иностранцев (доходность S&P 500 составляла 9,9%). В течение того же периода портфель, состоящий на 50% из индекса MSCI Europe Index и на 50% из индекса MSCI Pacific Rim и ребалансируемый каждый год, обеспечивал накопленную доходность порядка 10,1% (за вычетом налога с иностранцев). Он гарантировал ежегодно доходность, на 0,6%

превышающую доходность индекса EAFE, без существенного увеличения волатильности.

До недавних пор было невозможно инвестировать непосредственно в индекс EAFE или в отдельные регионы EAFE. Благодаря быстрому развитию взаимных индексных фондов сейчас стало возможным вкладывать деньги в комбинацию инструментов, которые отслеживают большинство названных выше индексов. В конце этой главы приведен перечень низкозатратных индексных фондов развитых рынков.

## **О, КАНАДА!**

Не следует забывать и о северном соседе США. Акции канадских компаний составляют около 6% зарубежного рынка акций и примерно 3% глобального рынка акционерного капитала. Добавление одного из канадских индексных фондов в хорошо диверсифицированный портфель акций компаний развитых рынков может повысить валютную диверсификацию и обеспечить защиту от снижения курса доллара США.

Канадская экономика состоит из трех основных отраслей: финансового сектора, энергетического сектора (нефть и газ) и сектора базовых материалов (горнодобывающая промышленность и деревообрабатывающая промышленность). Инвестирование в какой-либо из канадских индексных фондов дополняет распределение активов в портфеле природными ресурсами, а это может выполнять роль защитной меры против повышения цен на сырье. В списке инструментов, приведенном в конце этой главы, имеется один биржевой фонд (ETF), который отслеживает индекс MSCI Canada Index.

## **РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ**

В самом широком смысле развивающийся рынок — это недостаточно развитая страна, которая улучшает свою экономику свободного рынка и жизненные стандарты своего населения. Эти страны становятся более конкурентоспособными на глобальном рынке и открывают свои рынки для дополнительных зарубежных инвестиций. В развивающихся странах также существуют фондовые биржи, которые торгуют акциями и облигациями крупных компаний,

зарегистрированных в данной стране. Иностранцам разрешается владеть этими ценными бумагами либо напрямую, либо косвенно — посредством того или иного фонда.

Привлекательность развивающегося рынка для инвестирования определяется рядом факторов, в том числе ВВП на душу населения, местным законодательством, инвестиционным риском, ограничениями на владение зарубежными активами и механизмами контроля капитала. Индекс развивающихся рынков MSCI охватывает 22 привлекательные для инвестирования страны. Это взвешенный индекс, который использует плавающую стоимость каждой компании, отражающую ограничения на зарубежные инвестиции. Рынки акций в разных странах различаются по своему размеру. Следовательно, время от времени в индексе развивающихся рынков может наблюдаться доминирование тех или иных стран.

Стремясь снизить эффект доминирования той или иной страны в индексе развивающихся рынков MSCI, компания Dimensional Fund Advisors создала равновзвешенный индекс развивающихся рынков. Этот индекс позволяет избежать сильных перекосов при распределении активов (в случае доминирования одной-двух стран).

В табл. 7.4 осуществляется сравнение риска и доходности равновзвешенного индекса DFA и взвешенного рыночного индекса развивающихся рынков MSCI. С момента начала использования индекса DFA в 1999 г. равновзвешенная методология обеспечила доходность, на 0,5% превышающую доходность взвешенного рыночного индекса развивающихся рынков MSCI.

**ТАБЛИЦА 7.4**

Доходность развивающихся рынков (1999–2009 гг.)

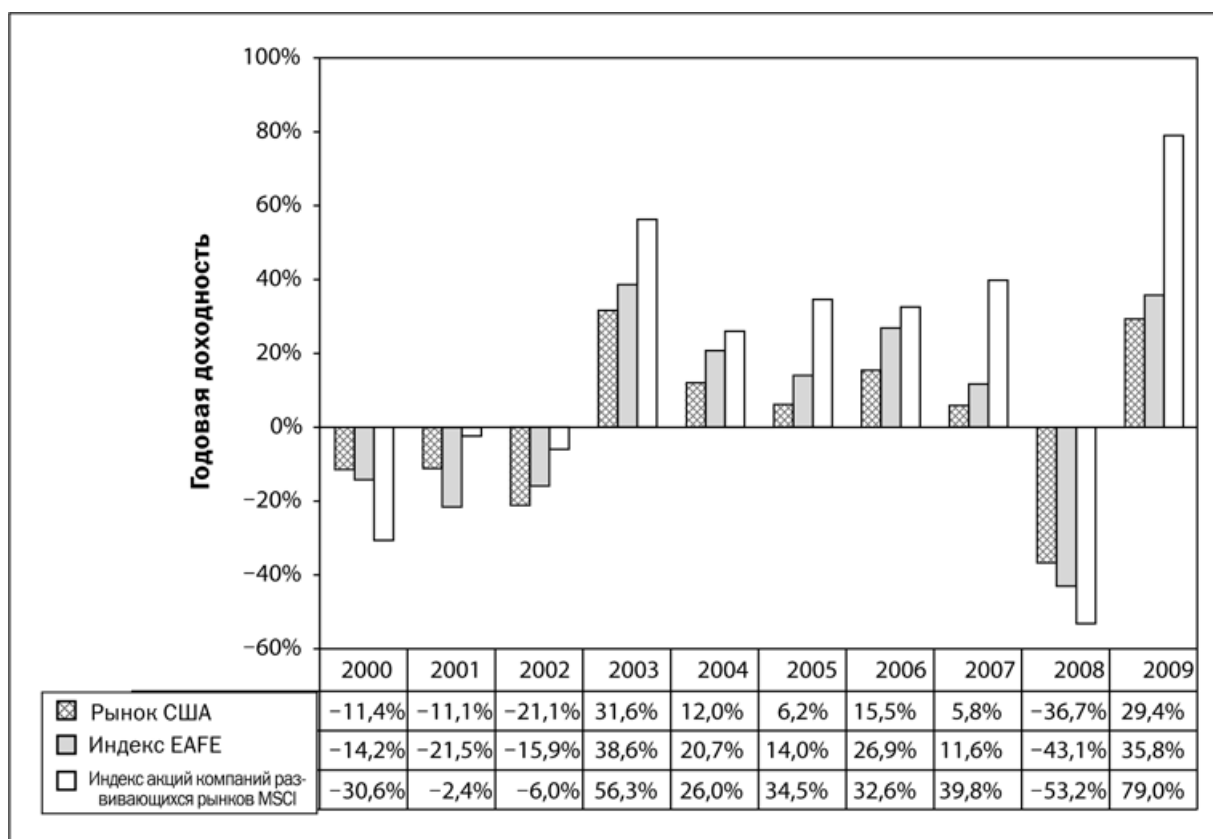
Показатель, %	Равновзвешенный индекс развивающихся рынков DFA	Индекс развивающихся рынков MSCI
Аннуализированная доходность	14,6	14,1
Стандартное отклонение	24,0	24,9

Источник: MSCI и Dimensional Fund Advisors.

Рис. 7.7 иллюстрирует различия в доходности между индексом акций компаний США, индексом EAFE и индексом развивающихся рынков MSCI. Обратите внимание, насколько более волатилен индекс развивающихся рынков по сравнению с индексом рынка акций США или индексом MSCI EAFE для развитых рынков. Волатильность не является фактором, препятствующим инвестированию, поскольку инвесторы имеют широко диверсифицированные портфели и время от времени проводят их ребалансировку.

**РИСУНОК 7.7**

Различия в годовой доходности между рынком акций США, индексом EAFE и индексом развивающихся рынков MSCI



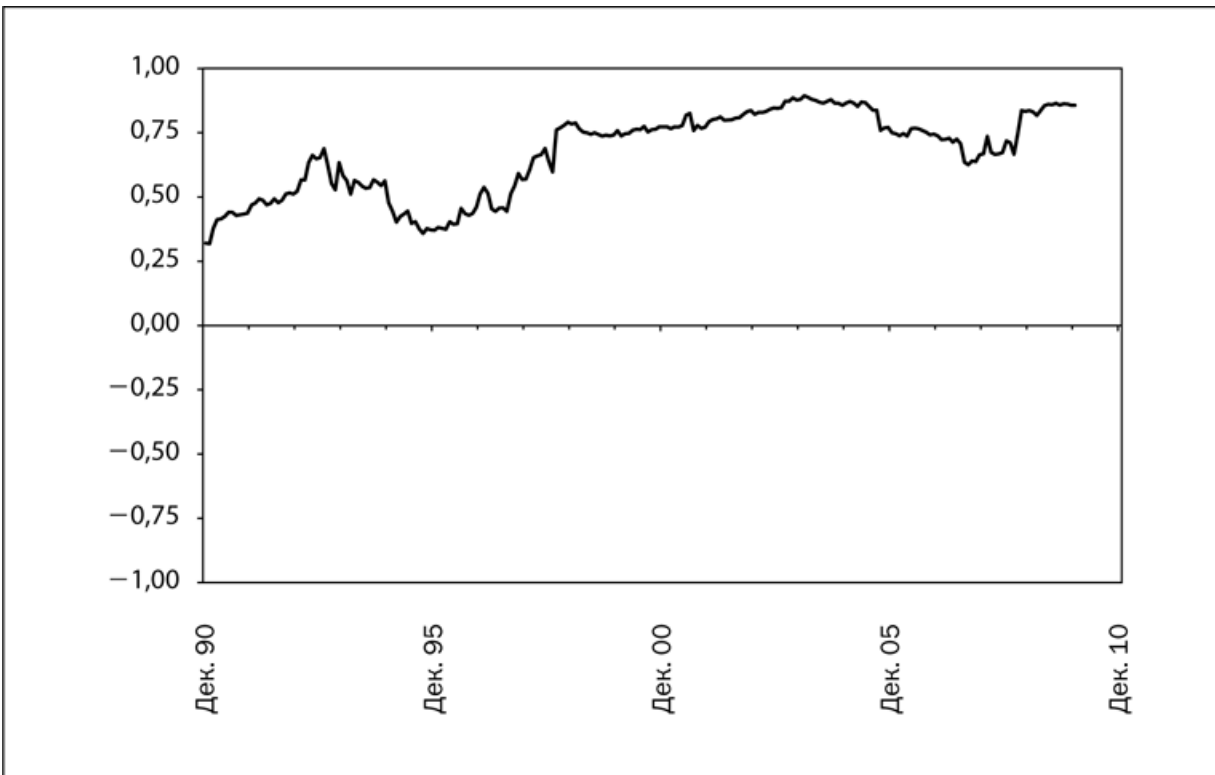
Анализ скользящей 36-месячной корреляции, представленной на рис. 7.8, показывает, что индекс развивающихся рынков MSCI с момента начала его использования в 1988 г. повысил свою корреляцию с рынком акций США, что, в свою очередь, привело к снижению диверсификационного преимущества портфеля. Возможно, это



повышение корреляции представляет собой кратковременное явление, а возможно, это надолго.

### РИСУНОК 7.8

Скольльзящая 36-месячная корреляция между индексом развивающихся рынков MSCI и общим рынком акций США



Не было бы ничего удивительного, если бы в следующем десятилетии корреляция между рынком акций США и развивающимися рынками акций начала снижаться по мере нарастания доминирования Китая, России и Индии в глобальных индексах акций. Корреляция между двумя рынками может меняться очень быстро, а корреляция в прошлом не может служить надежным прогнозом будущей корреляции. Таким образом, постоянное присутствие акций компаний развивающихся рынков в потенциальном списке ваших инвестиций является вполне оправданным. Таблица индексных фондов акций компаний развивающихся рынков приведена в конце этой главы.

## ФАКТОРЫ РАЗМЕРА И СТОИМОСТИ НА МЕЖДУНАРОДНЫХ РЫНКАХ

В главе 6 разъясняются три фактора риска, оказывающие значительное влияние на доходность акций компаний США. Согласно данным, которые привели исследователи Юджин Фама и Кеннет Френч, 95% доходности в широко диверсифицированном портфеле акций компаний США можно объяснить рыночным риском (коэффициентом бета) этого портфеля, долей в акциях компаний малой капитализации (риск размера) и долей в акциях компаний с высоким значением коэффициента  $VtM$  (риск стоимости). На длинном временном горизонте акции компаний США малой капитализации обеспечивали более высокую доходность, чем акции компаний США высокой капитализации, а акции стоимости обеспечивали более высокую доходность, чем акции роста.

Результаты нескольких независимых исследований подтвердили, что поведение широко диверсифицированных портфелей акций иностранных компаний можно объяснить действием тех же трех факторов, которые влияют на доходность широко диверсифицированного портфеля акций компаний США<sup>[31]</sup>. В табл. 7.5 с учетом индексов DFA приводятся исторические данные о дополнительной доходности, которая обеспечивается акциями иностранных компаний малой капитализации по сравнению с акциями иностранных компаний высокой капитализации, а также данные о дополнительной доходности, которая обеспечивается акциями стоимости иностранных компаний по сравнению с акциями роста иностранных компаний. Анализ данных по индексу MSCI дал аналогичные результаты.

**ТАБЛИЦА 7.5**

Надбавки за размер и стоимость по акциям иностранных компаний (1999–2009 гг.)		
Надбавка за размер, %	Индекс акций роста иностранных компаний высокой капитализации DFA	Индекс акций роста иностранных компаний малой капитализации DFA
Аннуализированная доходность	4,8	8,7

Стандартное отклонение	17,5	18,5
<b>Надбавка за стоимость, %</b>	<b>Акции роста иностранных компаний DFA</b>	<b>Акции стоимости иностранных компаний DFA</b>
Аннуализированная доходность	8,0	12,7
Стандартное отклонение	21,4	18,1

В период 1999–2009 гг. международные рынки демонстрировали надбавку к доходности как за счет размера, так и за счет стоимости. Если исходить из индексов DFA, то надбавка за размер по акциям иностранных компаний аннуализировалась за указанный период на уровне около 3,9%, а надбавка за стоимость — на уровне 4,7%. Если же за основу принять индексы MSCI EAFE начиная с 1975 г., то аннуализированная надбавка для акций стоимости и акций компаний малой капитализации составила более 2%.

Надбавки за размер и стоимость по акциям иностранных компаний зафиксированы во многих странах на протяжении отдельных периодов времени. Это убеждает многих исследователей в том, что указанные две надбавки не являются аномалией. Исследователи все больше убеждаются, что надбавки за размер и стоимость представляют на рынке акций независимые риски, которые не объясняются коэффициентом бета, и, как результат, в будущем также можно рассчитывать на надбавку за принятие на себя риска, обусловленного размером и стоимостью.

## **ПРИМЕРЫ ВКЛЮЧЕНИЯ В ПОРТФЕЛЬ АКЦИЙ ИНОСТРАННЫХ КОМПАНИЙ**

В части III настоящей книги приведено несколько примеров портфелей, распределение активов которых включает акции иностранных компаний. Вообще говоря, на акции иностранных компаний приходится около 30% от общего количества акций в портфеле. В рамках такого распределения сочетание фондов акций иностранных компаний могло бы выглядеть так:

- 30% — в каком-либо индексном фонде акций компаний Азиатско-Тихоокеанского региона;
- 30% — в каком-либо индексном фонде акций компаний Европы;
- 20% — в каком-либо фонде акций стоимости иностранных компаний малой капитализации;
- 20% — в каком-либо индексном фонде акций компаний развивающихся рынков.

Такое сочетание акций иностранных компаний в портфеле не следует рассматривать как рекомендованный вариант. Это лишь пример того, как может быть диверсифицирован портфель за счет включения в него акций иностранных компаний. Существует много комбинаций фондов акций иностранных компаний, которые способны обеспечивать адекватную диверсификацию с той или иной степенью риска. Ваша задача — найти такое сочетание, которое соответствовало бы вашей уникальной ситуации. Какую бы комбинацию акций иностранных компаний вы ни выбрали, поддержание выбранного распределения при любых рыночных условиях является ключевым элементом для успешного инвестирования.

## **ПРИМЕРНЫЙ СПИСОК АКЦИЙ ИНОСТРАННЫХ КОМПАНИЙ ДЛЯ ИНВЕСТИРОВАНИЯ**

В *табл. 7.6* приведен неполный список низкозатратных фондов, которые являются возможными кандидатами на включение в распределение акций иностранных компаний.

**ТАБЛИЦА 7.6**

Перечень избранных низкозатратных взаимных фондов и биржевых фондов акций иностранных компаний

	<b>Тикер</b>	<b>Базовый индекс</b>
<b>Взаимные фонды акций компаний Европы</b>		
Vanguard European Index*	VEURX	MSCI European Index
iShares Europe 350 Index	IEV	S&P Europe 350 Index
iShares MSCI UK Index	EWU	MSCI United Kingdom Index

iShares MSCI EMU Index	EZU	MSCI EMU Index
<b>Взаимные фонды акций компаний Азиатско-Тихоокеанского региона</b>		
Vanguard Pacific Index*	VPACX	MSCI Pacific Index
iShares MSCI Japan Index	EWJ	MSCI Japan Index
iShares MSCI Pacific ex-JPN	EPP	MSCI Pacific ex-Japan Index
<b>Фонды акций компаний развивающихся рынков</b>		
Vanguard Emerging Markets*	VEIEX	Select Emerging Markets Index
iShares Emerging Markets	EEM	MSCI Emerging Markets Free
DFA Emerging Markets*	DFEMX	DFA Emerging Markets Index
<b>Фонды акций стоимости иностранных компаний</b>		
Vanguard International Value	VTRIX	Активно управляемый фонд
DFA International Value**	DFIVX	DFA International Value
<b>Фонды акций иностранных компаний малой капитализации</b>		
Vanguard International Explorer	VINEX	Активно управляемый фонд
DFA Small International*	DFISX	DFA Small International
DFA Small International Value**	DISVX	DFA Small International Value
<b>Страновые фонды</b>		
iShares MSCI Canada	EWC	MSCI Canada Index
iShares FTSE/Xinhua China 25	FXI	FTSE/Xinhua China 25 Index

\* Существуют также биржевые фонды Vanguard.

\*\* Фонды DFA доступны только через некоторых советников по инвестициям.

## ВЫВОДЫ

Иностранные рынки акций предоставляют американским инвесторам уникальные возможности диверсификации портфелей. Эти возможности простираются от давно устоявшихся развитых рынков до

развивающихся стран и от компаний малой капитализации до глобальных гигантов. К сожалению, дополнительная доходность от инвестирования в акции иностранных компаний сопровождается соответствующим риском. Инвестирование в акции иностранных компаний сопряжено с валютным, политическим, торговым и ограничительным, регуляторным, а также некоторыми другими видами риска. Понимать эти риски очень важно во время возникновения неблагоприятных ситуаций на рынке.

Индекс MSCI EAFE широко используется для международных инвесторов. Несмотря на то что этот индекс является удобной мерой, которая позволяет судить об уровне всех акций компаний высокой капитализации на развитых рынках, изменение рыночного веса стран, входящих в этот индекс, не способствует благоприятному инвестированию. Проблема заключается в том, что в подобном индексе не проводится ребалансировка. Следовательно, вес индекса колеблется в значительных пределах между географическими регионами мира.

Развитые рынки можно разделить на два сектора: Европа и Азиатско-Тихоокеанский регион. В то время как инвестирование в какой-либо индексный фонд EAFE является удобным способом инвестирования в развитые рынки, изменение распределения между Европой и Азиатско-Тихоокеанским регионом является не самым желательным подходом к распределению активов. Распределение в портфеле акций компаний Европы и Азиатско-Тихоокеанского региона в равных долях и ежегодная ребалансировка такого портфеля являются более выгодным вариантом, чем плавающее распределение данных акций в портфеле.

Развивающиеся рынки означают развивающиеся экономики, а это предоставляет инвесторам шанс. Однако любым дополнительным возможностям сопутствует дополнительный риск. Развивающиеся рынки более волатильны, чем развитые рынки; к тому же развивающимся рынкам присущ политический риск. В результате инвесторам можно порекомендовать какой-либо из хорошо диверсифицированных фондов акций компаний развивающихся рынков.

На длинном временном горизонте акции иностранных компаний малой капитализации и акции стоимости обеспечивали более высокую доходность, чем акции иностранных компаний высокой капитализации и акции роста. Включение в ваш портфель иностранных инвестиций паев какого-либо фонда акций иностранных компаний малой капитализации и фонда акций стоимости может повысить доходность портфеля в долгосрочной перспективе. К сожалению, одним из недостатков этой стратегии является реальная нехватка низкочастотных взаимных фондов, которые ориентируются на акции иностранных компаний малой капитализации.

## ГЛАВА 8

---

# Инвестирование в ценные бумаги с фиксированной доходностью

### КЛЮЧЕВЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

- Существует несколько категорий инструментов с фиксированной доходностью, в которые вы можете инвестировать.
- Разным категориям присущи уникальные риски и доходность.
- Диверсифицированный портфель ценных бумаг с фиксированной доходностью позволяет повысить доходность.
- Низкозатратные взаимные фонды облигаций — идеальный способ инвестирования.

Рынок облигаций обладает огромным диверсификационным потенциалом. Существует более чем достаточное количество категорий инструментов с фиксированной доходностью, обладающих уникальными инвестиционными возможностями. К их числу относятся правительственные облигации, корпоративные облигации инвестиционного класса и высокодоходные корпоративные облигации, ипотечные облигации, ценные бумаги, обеспеченные активами, а также зарубежный долг. Использование стратегии широкой диверсификации на основе категорий инструментов с фиксированной доходностью может повысить доходность портфеля без дополнительного риска.

В инвестиционной среде распределению активов с фиксированной доходностью зачастую не уделяется должного внимания. В книгах и статьях по распределению активов основное внимание, как правило, уделяется выгоде диверсификации акций, а выбор категорий инструментов с фиксированной доходностью попросту игнорируется.

Долю вложений, которую инвесторы готовы отвести на инструменты с фиксированной доходностью, управляющие капиталом чаще всего вкладывают целиком в правительственные облигации, игнорируя при этом все другие категории инструментов с



фиксированной доходностью. Эти советники обычно говорят своим клиентам, что «предпочитают сосредоточить весь риск в акциях». Я склонен объяснять такой подход тем, что советники стремятся максимально упростить свою задачу, не желая выполнять дополнительную работу по созданию надлежащим образом диверсифицированного распределения инструментов с фиксированной доходностью.

Инвесторам следует всегда использовать низкозатратные взаимные фонды в категориях, которые в противном случае потребовали бы тщательного анализа и значительной квалификации (например, в таких категориях, как высокодоходные корпоративные облигации и иностранные облигации). Простейшим способом достижения быстрой диверсификации инструментов с фиксированной доходностью является инвестирование в какой-либо низкозатратный индексный фонд облигаций или биржевой фонд. Существует несколько низкозатратных фондов, которые отслеживают популярные индексы инвестиционного класса, такие как Barclays Capital Aggregate Bond Market Index. Частичный перечень таких фондов приведен в конце этой главы.

Вопросы налогообложения могут быть важным фактором в распределении активов с фиксированной доходностью, когда облигации учитываются на налогооблагаемом счете. Соответственно, не облагаемые налогом муниципальные облигации могут оказаться подходящим вариантом, когда вы открываете личный счет, общий (совместный) счет или счет доверительного управления. Ниже вы найдете обсуждение инвестирования в облигации, освобожденные от налогов, для инвесторов, которым приходится уплачивать высокие налоги.

При подборе материалов для этой главы я преследовал три цели: во-первых, помочь в оценке широкого спектра категорий инструментов с фиксированной доходностью, пригодных для инвестирования; во-вторых, показать, как инструменты с фиксированной доходностью в сочетании с другими инструментами могут снижать совокупный риск по портфелю и повышать доходность в долгосрочной перспективе; и, в-третьих, перечислить уникальные категории инструментов с

фиксированной доходностью, которые могут подойти для вашего портфеля.

## **СТРУКТУРА РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ**

Глобальный рынок облигаций характеризуется большой широтой и глубиной. Инвесторы располагают не меньшим диверсификационным потенциалом в той части их портфеля, которая отведена под инструменты с фиксированной доходностью, чем диверсификационный потенциал той части их портфеля, которая отведена под акции. Диапазон возможностей, связанных с инвестированием в облигации, простирается от правительственных облигаций до корпоративных облигаций, ипотечных облигаций и зарубежных облигаций.

Составители индексов классифицируют облигации по разным типам и степени риска. Ниже приведен пример того, как в целом сегментируется и классифицируется рынок облигаций в США.

1. Федеральные облигации, облигации штатов и муниципальные облигации:
  - а) облигации, обеспеченные правительством США;
  - б) казначейские ценные бумаги (векселя, ноты, облигации);
  - в) облигации правительственных агентств государственных органов, обеспеченные депозитными сертификатами Федеральной корпорации по страхованию вкладов;
  - г) облигации штатов и муниципальные облигации:
    - обязательства общего характера, обеспеченные налогами;
    - муниципальные процентные облигации, обеспеченные доходами, отличными от налогов;
    - облигации Build America (проценты, выплачиваемые на эти облигации, облагаются федеральным подоходным налогом).
2. Корпоративные ценные бумаги с фиксированной доходностью:
  - а) корпоративные облигации:
    - корпоративные облигации инвестиционного класса (с рейтингом от ВВВ до ААА);
    - корпоративные облигации неинвестиционного класса (с рейтингом ВВ и ниже);

— промышленные процентные облигации (муниципальные облигации, облагаемые альтернативным минимальным налогом);

б) конвертируемые облигации;

в) привилегированные акции и конвертируемые привилегированные акции.

3. Ипотечные облигации:

а) облигации Правительственной национальной ипотечной ассоциации;

б) облигации Федеральной корпорации ипотечного жилищного кредитования;

в) облигации Федеральной национальной ипотечной ассоциации.

4. Ценные бумаги, обеспеченные активами:

а) пул дебиторов по кредитным картам (Bank One, CitiGroup);

б) пул дебиторов по автомобильным кредитам (Ford, GM);

в) пул дебиторов по ипотечным ссудам и других банковских дебиторов.

5. Зарубежные облигации:

а) облигации развитых рынков (суверенные и корпоративные);

б) облигации развивающихся рынков (суверенные, «брейди»<sup>[32]</sup> и корпоративные).

## **РИСК И ДОХОДНОСТЬ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**

Ожидаемые риск и доходность всевозможных ценных бумаг США с фиксированной доходностью можно классифицировать в соответствии с двухосной матрицей стилей фиксированной доходности Morningstar Fixed-Income Style Box, как показано на *рис. 8.1* (матрица размером 3×3 сегмента). Такая матрица стилей дает наглядное представление о кредитном рейтинге и сроках погашения облигаций фонда и позволяет инвесторам быстро оценить степень риска, которому подвергается интересующий их фонд облигаций.

Горизонтальная ось на *рис. 8.1* представляет сроки погашения облигации, а вертикальная ось — ее кредитное качество. Такая двухосная модель срока погашения и кредитного качества облигации объясняет бою часть риска и доходности, связанных с инструментами

с фиксированной доходностью. Чем больший риск заключен в той или иной облигации, тем выше ожидаемая доходность. Эта взаимосвязь отражена на *рис. 8.2*.

### РИСУНОК 8.1

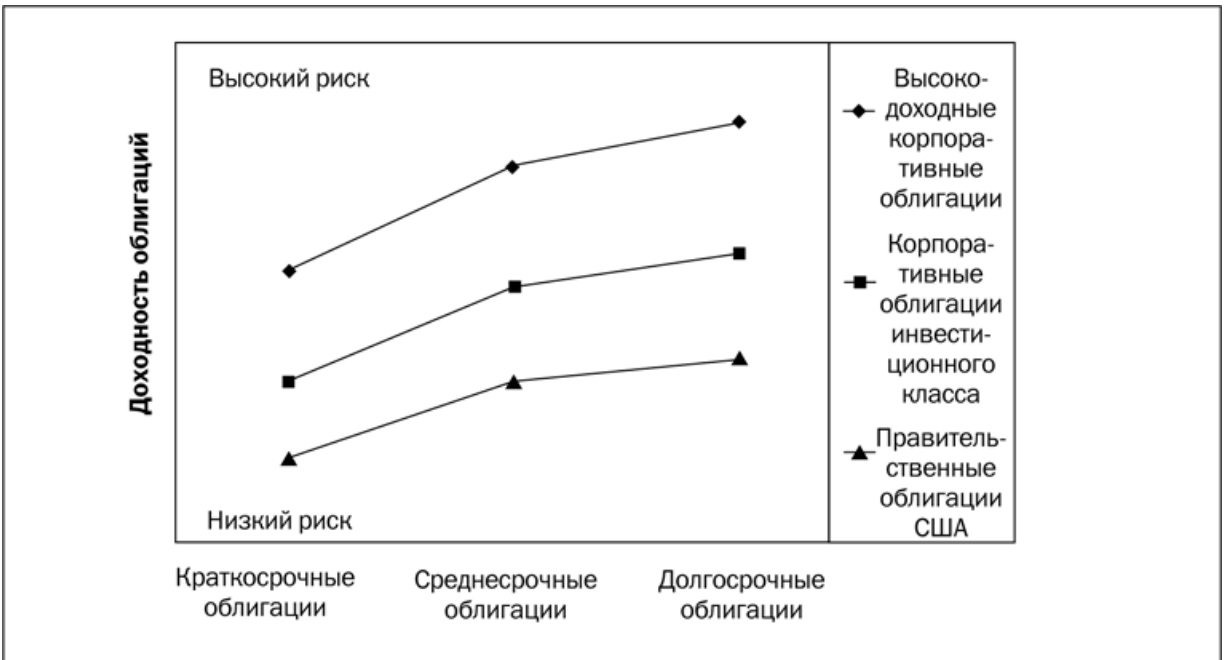
Матрица сроков погашения и кредитного риска ценных бумаг с фиксированной доходностью

<b>Высокий риск</b>	<b>ВК</b>	<b>ВС</b>	<b>ВД</b>
	<b>УК</b>	<b>УС</b>	<b>УД</b>
	<b>НК</b>	<b>НС</b>	<b>НД</b>
	<b>Краткосрочные облигации</b>	<b>Среднесрочные облигации</b>	<b>Долгосрочные облигации</b>

Процентный и кредитный риски определяют, какая сумма процентов должна выплачиваться на облигацию, чтобы компенсировать инвесторам риск, который они принимают на себя. Потенциально более высокая доходность заложена в облигациях с низким кредитным качеством и большим сроком погашения.

### РИСУНОК 8.2

Сравнение риска и доходности ценных бумаг с фиксированной доходностью



## СТРУКТУРА СРОКОВ ПОГАШЕНИЯ

Облигации могут выпускаться правительством и корпорациями, причем спектр сроков погашения облигаций достаточно широк.

Из матрицы на *рис. 8.1* следует, что с точки зрения сроков погашения облигации делятся на три категории: краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные. Средний срок погашения краткосрочных облигаций составляет 3 года и менее. Средний срок погашения среднесрочных облигаций составляет 4–9 лет; а средний срок погашения долгосрочных облигаций составляет 10 лет и более. В нормальных экономических условиях можно рассчитывать, что наибольшую доходность обеспечат долгосрочные облигации, поскольку с этим сегментом связан больший риск процентной ставки. Если облигация теряет стоимость при повышении процентных ставок, то говорят, что с этой облигацией связан определенный процентный риск. С долгосрочными облигациями связан больший процентный риск, чем с краткосрочными облигациями, поскольку до наступления срока их погашения должно пройти больше времени. Поскольку с долгосрочными облигациями связан больший риск, инвесторы должны получать выплаты по более высокой процентной ставке, которая компенсирует этот риск.

Экономические факторы приводят к изменениям процентных ставок, предусмотренных для разных сроков погашения облигаций, причем эти изменения происходят в разные моменты и в разной степени, что приводит к изменениям спредов между разными сроками погашения. В среднем спред между казначейскими ценными бумагами со сроками погашения 1 год и 10 лет составляет около 0,9%. Бою часть 2009 г. этот спред превышал 3%. На *рис. 8.3* представлено изменение спреда процентной ставки между годовыми казначейскими векселями и 10-летними казначейскими нотами с начала 1950-х годов.

### РИСУНОК 8.3

Спред сроков погашения казначейских ценных бумаг: годовые казначейские векселя и 10-летние казначейские ноты



Бою часть времени 10-летняя казначейская нота обладала более высокой доходностью, чем годовичный казначейский вексель. Речь идет о периодах с «нормальной» кривой доходности, называемой так потому, что при нормальных условиях краткосрочные казначейские векселя должны обеспечивать меньшую доходность, чем

среднесрочные казначейские ноты. Кривая доходности становится «плоской», когда доходность казначейских векселей и казначейских нот становится одинаковой. Если казначейские векселя обеспечивают более высокую доходность, чем казначейские ноты, то получается инвертированная, или обратная, кривая доходности.

Некоторые ученые-экономисты полагают, что когда кривая доходности оказывается инвертированной, экономический рост замедляется, что, вероятнее всего, должно привести к обвалу на фондовом рынке. В подтверждение этой теории можно привести немало доказательств, хотя такие причинно-следственные связи носят весьма приблизительный характер. Иногда кривая доходности оказывается инвертированной на пару лет, и лишь затем, во время рецессии, происходит коррекция курсов акций; а иногда инвертирование происходит уже после того, как рынок начал восстанавливаться.

## **КРЕДИТНЫЙ РИСК**

На *рис. 8.1* кредитный риск отражается по вертикальной оси. На облигации, с которыми связан большой кредитный риск, должны осуществляться выплаты по более высокой процентной ставке, чем на облигации с низким кредитным риском. Данные из *табл. 8.1* иллюстрируют, как три разных рейтинговых агентства классифицируют облигации по их кредитному рейтингу.

Облигациям инвестиционного класса присваивается кредитный рейтинг ВВВ или выше (рейтинговые агентства S&P и Fitch) и кредитный рейтинг Ваа или выше (рейтинговое агентство Moody's). Прямые и косвенные обязательства какого-либо правительственного агентства, как, например, казначейские облигации и облигации правительственных агентств, характеризуются наименьшим кредитным риском и наименьшей доходностью. Средний кредитный уровень инвестиционного класса включает американские корпорации инвестиционного класса и муниципалитеты с надежными фундаментальными характеристиками. Такие рейтинговые агентства, как Standard & Poor's, присваивают их облигациям один из рейтингов инвестиционного класса. По таким облигациям выплачивается более высокий процент, чем по правительственным облигациям.

**ТАБЛИЦА 8.1**

Классификация, предлагаемая рейтинговыми агентствами

	Moody's	Standard & Poor's	Fitch
Облигации инвестиционного класса			
Наивысший уровень кредитоспособности	Aaa	AAA	AAA
Очень высокая кредитоспособность	Aa	AA	AA
Высокая кредитоспособность	A	A	A
Хорошая кредитоспособность	Baa	BBB	BBB
Облигации неинвестиционного класса			
Спекулятивный рейтинг	Ba	BB	BB
Высокоспекулятивный рейтинг	B, Caa, Ca, C	B, CCC, CC, C	B, CCC, CC, C
Неплатежеспособные облигации		D	DDD, DD, D

В нижней части шкалы риска находятся высокодоходные корпоративные облигации и муниципальные облигации неинвестиционного класса. Компании и эмитенты муниципальных облигаций с долговыми рейтингами ниже инвестиционного класса располагают сомнительной возможностью расплатиться по своим обязательствам. Эти облигации также называют *мусорными*, или *бросовыми*, из-за их спекулятивной природы. Более подробно о такого рода облигациях будет говориться чуть ниже.

Кредитный риск можно представлять себе как величину, на которую снизится стоимость соответствующей облигации, если рейтинговые агентства понизят ее рейтинг. Если, например, облигацию с рейтингом AA понижают до рейтинга A, то ожидаемая доходность для нового инвестора должна вырасти, чтобы компенсировать более низкое кредитное качество этой облигации, а это означает, что цена такой облигации должна снизиться. Таким образом, величина, на которую снизится стоимость облигации в случае снижения ее рейтинга, является кредитным риском этой облигации, который также можно представлять себе как «риск понижения ее рейтинга».

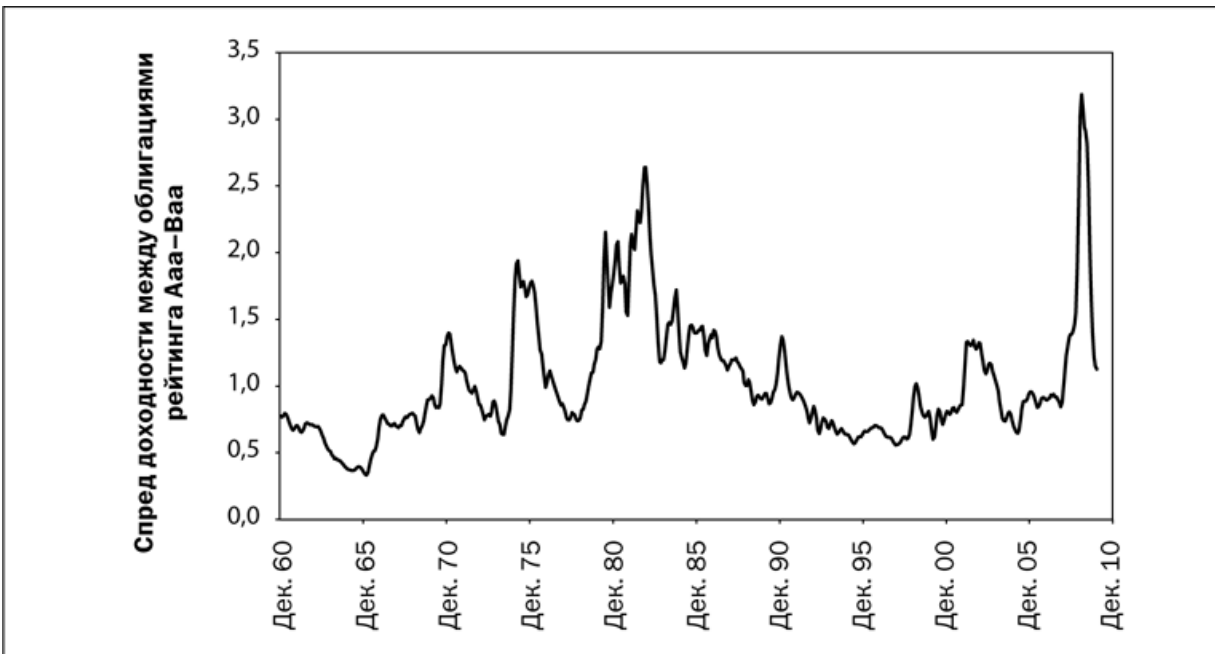
На *рис. 8.4* представлен исторический спред доходности корпоративных облигаций с наивысшим рейтингом (Aaa) и



корпоративных облигаций с хорошим кредитным рейтингом (Ваа). Данный спред вычисляется путем вычитания доходности Ааа из доходности Ваа. Подобный кредитный спред, по-видимому, расширяется, когда экономика сползает в рецессию, и сужается, когда экономика начинает восстанавливаться.

#### РИСУНОК 8.4

Кредитный спред между доходностью Ваа и доходностью Ааа (рейтинговое агентство Moody's)



Некоторые полагают, что кредитные спреды расширяются и сужаются по тем же причинам, в силу которых повышается и снижается цена акций. Это заставляет их сделать вывод, что включение корпоративных облигаций в портфель не приводит ни к чему иному, кроме повышения акционерного риска в портфеле. Несмотря на то что временами кредитный риск имеет положительную корреляцию с доходностью акций, такая взаимосвязь не является постоянной.

График на *рис. 8.5* демонстрирует скользящую 12-месячную корреляцию между дополнительной доходностью облигаций инвестиционного класса и дополнительной доходностью акций (надбавкой за кредитный риск и надбавкой за риск акционерного

капитала). Надбавка за кредитный риск вычисляется путем вычитания месячной доходности индекса Barclays Capital Intermediate-Term Treasury Index 1–10 Years из доходности индекса Barclays Capital Intermediate-Term Credit Index 1–10 Years. Надбавка за акционерный риск вычисляется путем вычитания месячной доходности казначейских векселей из доходности индекса CRSP 1–10 Total Stock Market Index. Измерение корреляции между этими двумя доходностями показывает наличие или отсутствие связи между ними.

### РИСУНОК 8.5

12-месячная корреляция между надбавкой за кредитный риск и надбавкой за риск акционерного капитала



Средняя 12-месячная корреляция между надбавкой за кредитный риск и надбавкой за риск акционерного капитала позволяет сделать вывод, что *временами* кредитный риск определяется теми же факторами, которые влияют на доходность акций, и что чаще всего это случается в начале экономического спада. В другие времена корреляция между ними отсутствует, а в редких случаях даже фиксируется слабая отрицательная корреляция. Когда вы принимаете решение относительно общего риска своего портфеля, следует обязательно учитывать факторы, определяющие моменты наступления

и продолжительность положительной корреляции между акциями и корпоративными облигациями.

## **ИНВЕСТИРОВАНИЕ В ОБЛИГАЦИИ ИНВЕСТИЦИОННОГО КЛАССА**

Данные из *табл. 8.2* являются примером того, как два фактора риска (кредитный риск и срок погашения) проявляли себя в период 1973–2009 гг. Более высокий процентный риск среднесрочных казначейских облигаций обеспечил более высокую их доходность по сравнению с доходностью годовых казначейских векселей. Кроме того, повышение кредитного риска привело к повышению доходности корпоративных облигаций по сравнению с доходностью казначейских облигаций.

Хорошо диверсифицированный портфель инструментов с фиксированной доходностью включает широкий спектр облигаций инвестиционного класса с разными сроками погашения, разного качества и разных эмитентов. Большинство налогооблагаемых облигаций инвестиционного класса, выпущенных в США, включены в индекс Barclays Capital U.S. Aggregate Bond Market Index. По состоянию на январь 2010 г. Barclays Capital U.S. Aggregate Bond Market Index отслеживает свыше 8400 казначейских ценных бумаг, облигаций правительственных агентств, корпоративных облигаций инвестиционного класса и облигаций «янки» (иностранных облигаций, выпущенных в США и номинированных в долларах США). Исключением являются казначейские ценные бумаги, защищенные от инфляции (TIPS, Treasury Inflation-Protected Securities). Их уникальные характеристики таковы, что TIPS включены в отдельный индекс.

**ТАБЛИЦА 8.2**

Доходность инструментов с фиксированной доходностью (1973–2009 гг.)

	<b>Годичные казначейские векселя</b>	<b>Barclays Intermediate Treasury Index</b>	<b>Barclays Intermediate Credit Index</b>
Аннуализированная доходность, %	5,8	7,7	8,3
Стандартное отклонение, %	0,9	4,3	5,3

---

Средний срок погашения облигаций в индексе Barclays Capital U.S. Aggregate Bond Index составляет около 6,8 года. Свыше 70% всех средств сосредоточено в казначейских ценных бумагах, облигациях правительственных агентств. Остальные облигации представляют собой корпоративные облигации инвестиционного класса и облигации «янки». Все эти облигации являются облигациями инвестиционного класса. В *табл. 8.3* представлена структура Barclays Capital U.S. Aggregate Bond Index по состоянию на 2009 г.

Существует несколько индексных фондов, которые отслеживают индекс Barclays Capital U.S. Aggregate Bond Index. Я рекомендую использовать один из этих фондов в качестве краеугольного камня вашего портфеля ценных бумаг с фиксированной доходностью.

Индекс Barclays Capital U.S. Aggregate Bond Index имеет много суб-индексов. Одним из способов классификации этих индексов является классификация по срокам погашения. К категории с минимальным средним сроком погашения относится индекс Barclays 1–3 Year Short-Term Government/Credit Index, который включает правительственные и корпоративные облигации, но не включает ипотечные облигации. К следующей категории по срокам погашения относится индекс Barclays Intermediate-Term Government/Credit Index. К категории с самыми продолжительными сроками погашения относится индекс Barclays Long-Term Government/Credit Index.

Процентный риск вашего портфеля можно скорректировать, используя сочетание какого-либо из индексных фондов облигаций общего рынка и одного из трех субиндексов, базирующихся на сроках погашения. Например, инвесторы с коротким инвестиционным горизонтом (не более 5 лет) должны, наверное, предусмотреть в своем портфеле преобладающую долю в каком-либо краткосрочном индексном фонде облигаций, основанном на индексе Barclays 1–3 Year Short-Term Government/Credit Index. Инвесторы пенсионного возраста, ежегодно снимающие часть денег, чаще всего предпочитают иметь возможность снимать в краткосрочном фонде сумму по меньшей мере за полный год.

Состав индекса Barclays Capital U.S. Aggregate Bond Index (2009 г.)

Распределение по эмитентам, %		Распределение по качеству, %	
Казначейские облигации/ облигации правительственных агентств	35	AAA	78
Правительственные ипотечные облигации	38	AA	4
Корпоративные облигации и облигации, обеспеченные активами	20	A	10
Коммерческие ипотечные облигации	3	BBB	8
Облигации «янки» (зарубежные долговые обязательства)	4	BB или ниже	0
Распределение по срокам погашения, %			
0–3 года	24,7		
3–5 лет	30,9		
5–10 лет	32,5		
10–20 лет	5,6		
20–30 лет	6,1		

## **ВКЛЮЧЕНИЕ В ПОРТФЕЛЬ ДРУГИХ ЦЕННЫХ БУМАГ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**

Диверсифицированный портфель ценных бумаг с фиксированной доходностью не ограничивается облигациями инвестиционного класса из Barclays Capital U.S. Aggregate Bond Index. Диверсификационные выгоды можно получить и от других ценных бумаг с фиксированной доходностью. Эти категории могут включать высокодоходные корпоративные облигации, TIPS и иностранные облигации, в том числе долговые обязательства развивающихся рынков. Перечисленные сектора рассматриваются в следующем разделе.

### **Высокодоходные корпоративные облигации**

Высокодоходные облигации часто называют облигациями неинвестиционного класса, облигациями спекулятивного класса или бросовыми облигациями. В отличие от облигаций инвестиционного класса кредитные рейтинги высокодоходных облигаций находятся на самом низком уровне. Рейтинговые агентства S&P и Fitch присваивают таким облигациям кредитные рейтинги не выше BB, а рейтинговое

агентство Moody's присваивает таким облигациям кредитные рейтинги не выше Вa.

Высокодоходные облигации выпускаются несколькими субъектами, в том числе корпорациями, муниципалитетами и иностранными государствами. Предполагается, что такие ценные бумаги в совокупности должны обеспечивать более высокую доходность, чем облигации инвестиционного класса.

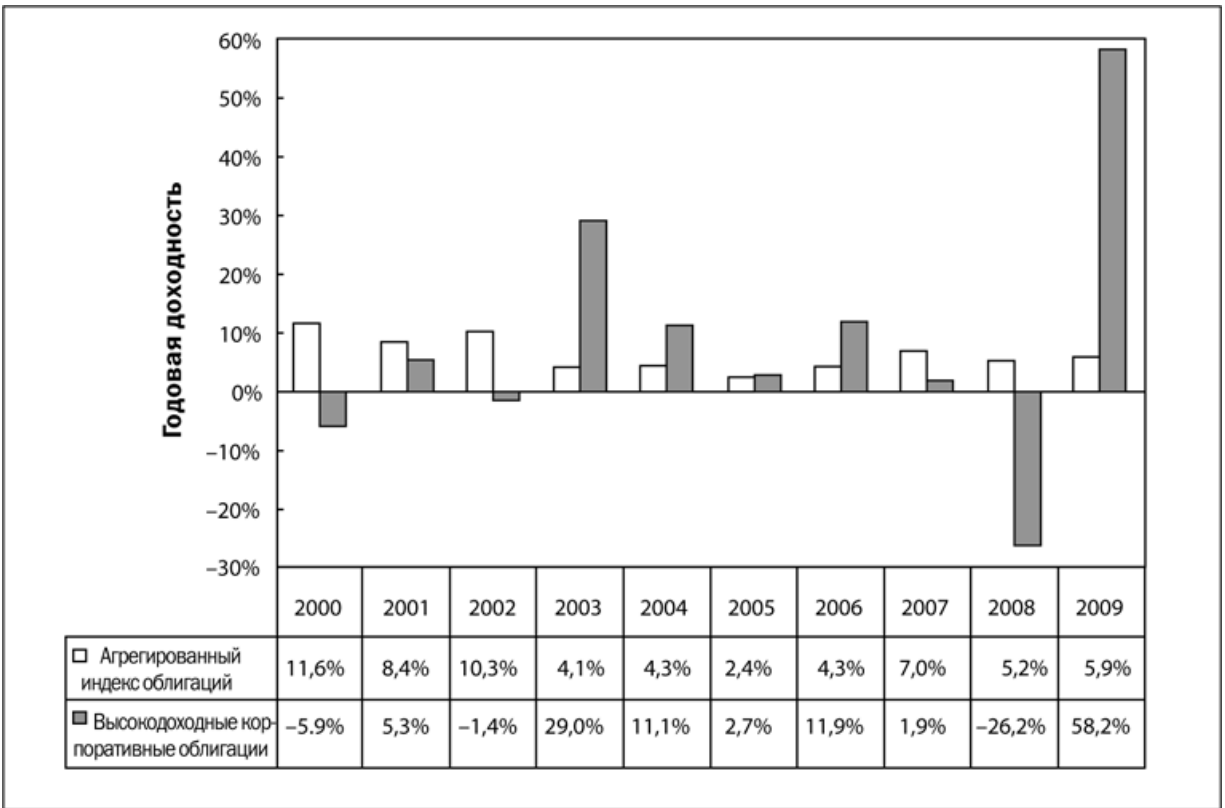
Высокодоходным облигациям присущ особый риск помимо кредитного риска, поскольку существует реальная опасность того, что их эмитенты окажутся неплатежеспособными по своим долговым обязательствам. Следовательно, помимо кредитного риска высокодоходным облигациям присущ *риск неплатежеспособности*. Этот дополнительный риск означает, что доходность инвесторов должна быть большей.

На *рис. 8.6* сравнивается годовая доходность индекса Barclays Capital U.S. High Yield Corporate Bond Index с доходностью индекса Barclays Capital U.S. Aggregate Bond Index. Поскольку агрегированный индекс включает в основном облигации США инвестиционного класса, то разница в доходности между двумя указанными индексами является результатом изменения риска неплатежеспособности.

#### **РИСУНОК 8.6**

---

Сравнение годовой доходности высокодоходных облигаций с агрегированным индексом облигаций



В период 2000–2002 гг. риск неплатежеспособности повысился из-за того, что несколько крупных телекоммуникационных компаний объявили о дефолте — неспособности производить выплаты по своим облигациям. В 2003–2004 гг. число случаев объявления дефолта по высокодоходным облигациям резко сократилось; в результате риск неплатежеспособности по существующим облигациям также снизился. Это снижение достигло своего минимума в 2007 г. Затем кредитные рынки снова начали разваливаться, и спреды по всем корпоративным долговым обязательствам существенно повысились. Высокодоходный рынок начиная с конца 2008 г. снова вернулся к нормальным величинам спреда. Цена высокодоходных облигаций обычно восстанавливается раньше, чем цена акций.

Некоторые считают, что риск неплатежеспособности — это не что иное, как разновидность акционерного риска, и, следовательно, добавление в портфель высокодоходных корпоративных облигаций эквивалентно добавлению еще большего числа акций. Подобное утверждение не вполне корректно. Спреды высокодоходных облигаций обычно направляют рынок акций при прогнозировании будущей

экономической активности. Спреды начали расширяться в октябре 2007 г. — в то же самое время, когда фондовый рынок достиг рекордно высоких уровней. В ноябре 2008 г. высокодоходные облигации начали восстанавливаться, причем случилось это на несколько месяцев раньше, чем началось восстановление фондового рынка. Высокодоходные облигации полностью восстановились в октябре 2009 г., тогда как фондовый рынок компенсировал лишь половину потерь, которые он понес в период обвала. В то время индекс S&P 500 преодолел отметку в 1050, что оказалось гораздо ниже максимума (1552), достигнутого в октябре 2007 г.

Высокодоходные облигации отличаются высокой волатильностью. Соответственно, ваше совокупное распределение активов, включающее акции и облигации, может потребовать корректировки, если вы нацелились на поддержание определенного профиля риска для своего портфеля. Если, например, вы поместили 10% своего совокупного портфеля в какой-либо из фондов мусорных облигаций, то вам может понадобиться снизить долю акций в вашем портфеле на пару процентов, чтобы поддержать совокупный риск по портфелю на том же уровне, на котором он был перед добавлением в портфель высокодоходных облигаций. Лично я никогда не испытывал потребности выполнять подобную корректировку, но у вас может быть другое мнение на этот счет.

Напоследок хочу предостеречь вас от покупки отдельных высокодоходных облигаций из-за высоких торговых издержек, присущих им, и хронической нехватки инвестиционной информации. Более продуктивный подход — покупка паев какого-либо низкзатратного взаимного фонда, который сосредоточивает свои средства в высокодоходных облигациях. Взаимные фонды обеспечивают мгновенный доступ к широко диверсифицированному портфелю высокодоходных облигаций, отобранных квалифицированным управляющим. Несколько низкзатратных фондов корпоративных облигаций США с рейтингами ВВ–В указаны в конце главы.

### **Казначейские ценные бумаги, защищенные от инфляции**



Казначейские ценные бумаги, защищенные от инфляции (TIPS), впервые были выпущены в обращение в конце 1990-х годов. Они призваны обеспечить защиту инвесторов от разрушительного влияния инфляции. Подобно традиционным казначейским нотам и векселям, по TIPS производятся полугодовые процентные выплаты; для них также предусмотрен срок погашения, когда их владельцу возвращается номинальная стоимость TIPS. В отличие от традиционных казначейских ценных бумаг полугодовые выплаты процентов и номинальная стоимость, возвращаемая по TIPS, не являются фиксированными. Эти элементы привязаны к темпам инфляции в период обращения соответствующего выпуска. Если в течение времени обращения соответствующей облигации имела место инфляция, то номинальная стоимость облигации растет в соответствии с темпом инфляции. Поскольку номинальная стоимость облигации повышается, повышается и процент, выплачиваемый инвестору. Такая поправка на инфляцию делает TIPS безрисковыми с точки зрения инфляции. Это свойство TIPS является уникальным среди всех инструментов с фиксированной доходностью.

Прежде чем инвестировать в TIPS, инвестор должен уяснить для себя несколько важных вещей, касающихся поправки на инфляцию. К номинальной стоимости, скорректированной на инфляцию, применяется фиксированная купонная ставка. Если инфляция происходит на протяжении всего срока действия данной ценной бумаги, то ее номинальная стоимость растет неуклонно; в результате каждая очередная выплата процентов окажется больше предыдущей. С другой стороны, в достаточно редких случаях дефляции (понижения цен) номинальная стоимость облигации снижается, а это означает, что будут снижаться и проценты, выплачиваемые вам.

Прежде чем восторгаться возможностью поправки на инфляцию, предоставляемой TIPS, нужно отдавать себе отчет в том, что прогноз инфляции уже встроен в ожидаемую доходность всех облигаций. Допустим, что доходность традиционной 10-летней казначейской ноты составляет 4%, а доходность 10-летней TIPS — 2%. В данном случае 2%-ная разница в доходности — это не что иное, как ожидаемые темпы инфляции на последующие 10 лет. Инфляционный показатель

уже встроен в доходность традиционных казначейских ценных бумаг и не встроен в доходность TIPS.

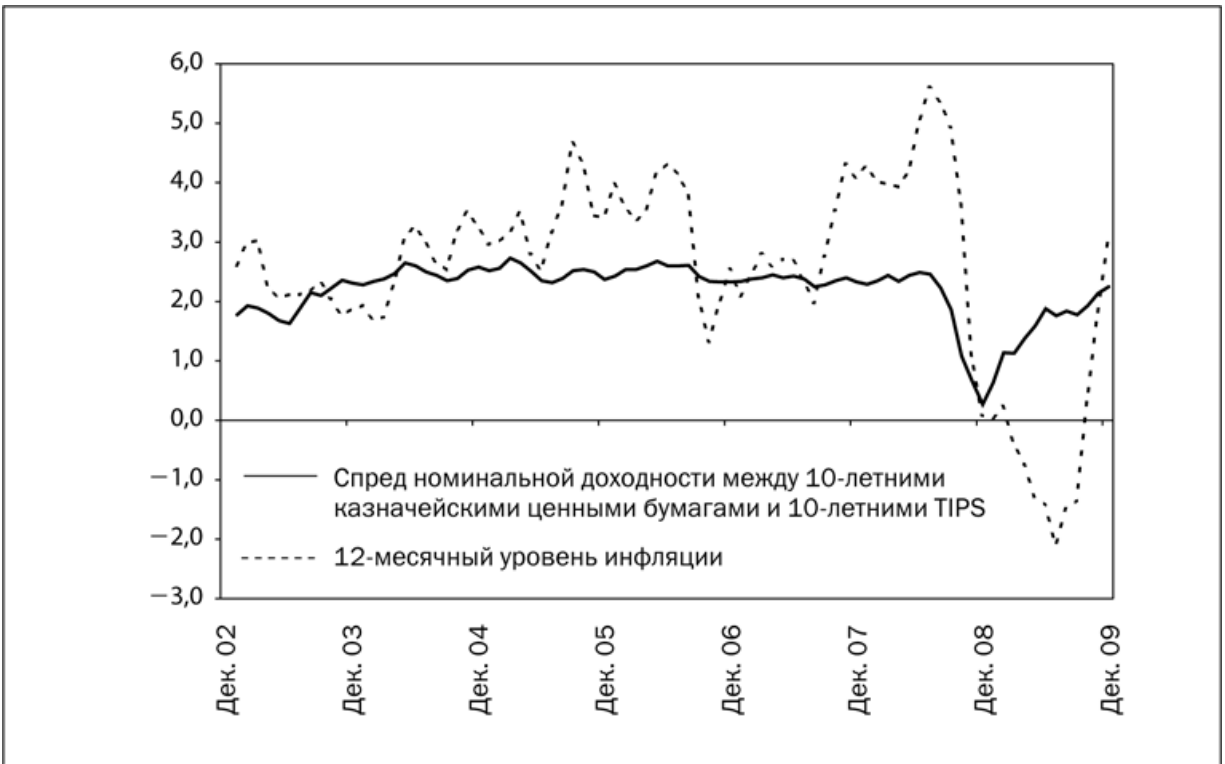
Инвесторы могут оценить, какими окажутся в будущем темпы инфляции, вычтя доходность традиционных казначейских облигаций из доходности TIPS с таким же сроком погашения. Графики на *рис. 8.7* иллюстрируют исторические показатели ожидаемых темпов инфляции как разницу в доходности между 10-летними TIPS и традиционными 10-летними казначейскими облигациями. К концу 2009 г. ожидание инфляции, базирующееся на спреде «10-летний TIPS/номинал», составляло 2,23%. Это оказалось существенно больше исторического минимума (0,25%), достигнутого в 2008 г.

Кроме того графики на *рис. 8.7* демонстрируют последующий 12-месячный уровень инфляции, измеряемый индексом потребительских цен (CPI, Consumer Price Index). По-видимому, изменение спреда номинала TIPS может в какой-то мере прогнозировать инфляцию приблизительно на три месяца вперед.

#### **РИСУНОК 8.7**

---

Спред доходности казначейских ценных бумаг: разница в доходности между 10-летними TIPS и традиционными казначейскими облигациями с защитой от инфляции



Поскольку TIPS пытается «вынести за скобки» долгосрочный инфляционный риск, то «реальная» ожидаемая доходность казначейских облигаций является рыночной доходностью TIPS. Реальная доходность — это доходность, обеспечиваемая инвесторам с учетом инфляции. Инвестор может рассчитывать, что реальная доходность на 10-летние TIPS окажется постоянной величиной на долгое время, поскольку эти облигации не обладают кредитным риском. Однако в действительности это не так. Когда последующий уровень инфляции оказывается высоким, реальная доходность TIPS обычно повышается, а при низком уровне инфляции реальная доходность TIPS, как правило, снижается.

Доходность TIPS не является полностью инфляционным феноменом. Еще одной причиной для изменения спреда TIPS являются налоги. Федеральное правительство США облагает налогом порождаемую им инфляцию посредством соответствующей фискальной и монетарной политики, что представляет собой, по сути, налог на налог. Поскольку цены TIPS корректируются с учетом темпов инфляции, подоходный налог должен уплачиваться с той части TIPS, которая представляет собой реальный доход, и с той части TIPS,

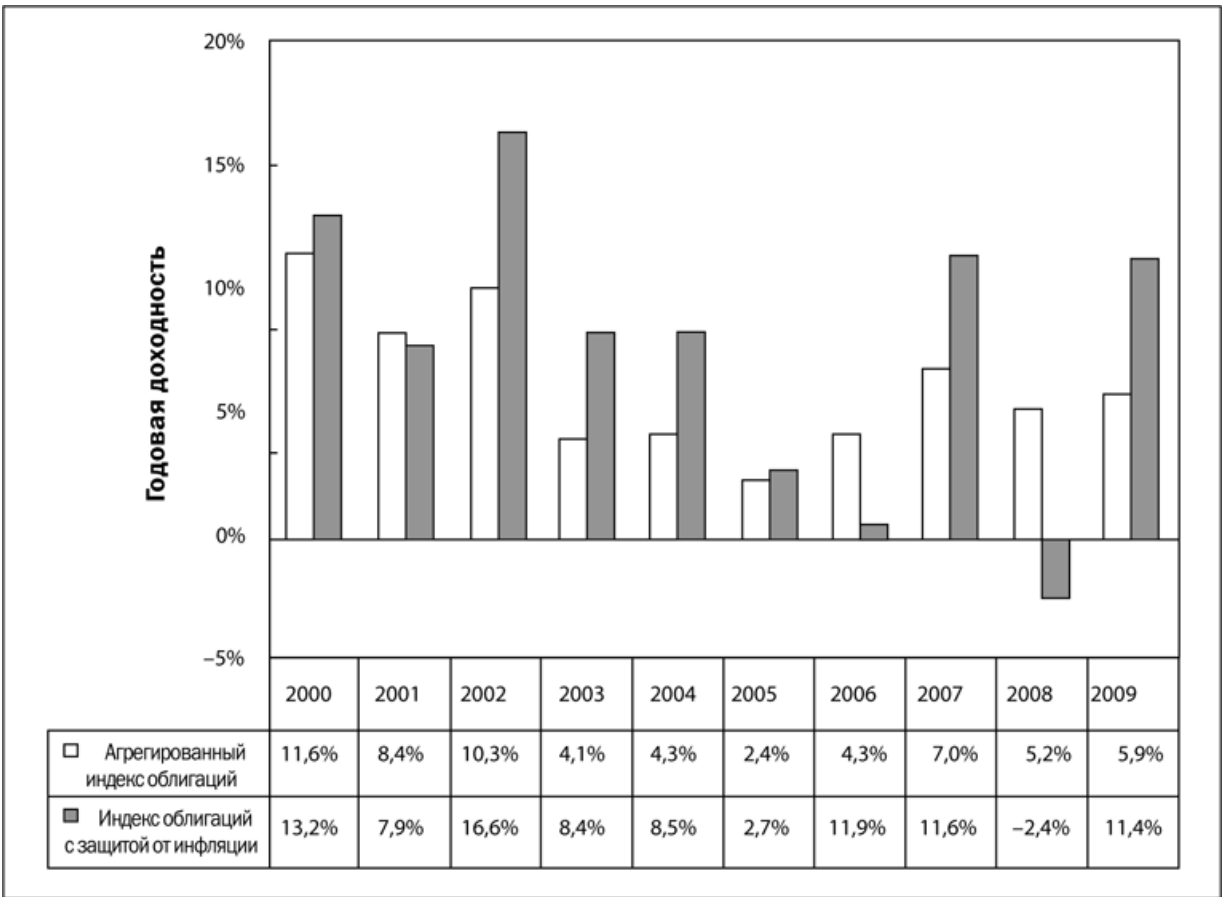
которая представляет собой цену с поправкой на инфляцию. Когда инфляция высока, инвесторам необходимо получать дополнительные средства на «доходную» часть TIPS, чтобы выплачивать дополнительный налог, обусловленный «инфляционной» частью. Налогообложение инфляции касается всех инструментов, но наиболее заметным оно оказывается в случае TIPS, поскольку при этом «инфляционная» часть отделена от части, обусловленной реальным доходом.

Казначейство США впервые выпустило ценные бумаги, защищенные от инфляции, в 1997 г. Годовая доходность TIPS начиная с 2000 г. представлена на *рис. 8.8* Диаграммы на рисунке представляют разницу в доходности, которая может возникнуть между TIPS и Barclays Capital U.S. Aggregate Bond Index. TIPS не являются компонентом этого индекса.

#### **РИСУНОК 8.8**

---

Сравнение доходности индексов Barclays Capital U.S. Aggregate Bond Index и Barclays Capital TIPS Index



iBonds Казначейства США также являются одним из типов ценных бумаг, защищенных от инфляции, которые позволяют сохранить покупательную способность ваших инвестиций. Подобно TIPS, проценты и инфляционная компенсация, обеспечиваемые iBonds, не облагаются налогом на доходы штатов и местным налогом на доходы. Кроме того, существуют некоторые особенности, делающие iBonds более привлекательными, чем TIPS. Во-первых, они продаются по номинальной цене и небольшими номиналами: 50, 75, 100, 200, 500, 1000 и 5000 долл. Во-вторых, федеральный подоходный налог на доходы от iBonds может быть отсрочен до момента продажи/погашения этих облигаций или после прекращения выплаты процентов по ним (спустя 30 лет). В-третьих, этими доходами можно воспользоваться для определенных образовательных целей; в таком случае они также не облагаются налогом. Разумеется, iBonds имеют и недостатки. Во-первых, инвесторы ограничены суммой в 5000 долл. в год на одного человека. Во-вторых, на iBonds, обналиченные до

истечения 5-летнего срока, налагается трехмесячный «штраф на доходы».

TIPS и iBonds призваны защитить инвесторов от непредвиденных скачков инфляции. Поскольку в Barclays Capital U.S. Aggregate Bond Index не включены облигации, защищенные от инфляции, TIPS и iBonds можно добавить в список потенциальных инструментов с фиксированной доходностью, которые могут войти в состав вашего портфеля.

## **ИНОСТРАННЫЕ ДОЛГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА**

Глобальный рынок облигаций огромен. Стоимость этого рынка (около 65 трлн долл.) сопоставима со стоимостью глобального рынка акций. Половина мирового объема торгуемых ценных бумаг с фиксированной доходностью номинирована в долларах США (другая половина — в иностранной валюте).

С точки зрения целей инвестирования страны делятся на две широкие категории: развитые рынки и развивающиеся рынки. К развитым рынкам относятся страны с развитой экономикой свободного рынка и устоявшимися финансовыми рынками. Рынки развивающихся стран не до конца сформировались и не отличаются высокой надежностью и устойчивостью. В настоящее время существуют индексные и биржевые фонды, которые обеспечивают инвесторам доступ ко всем типам иностранных долговых обязательств за разумную плату.

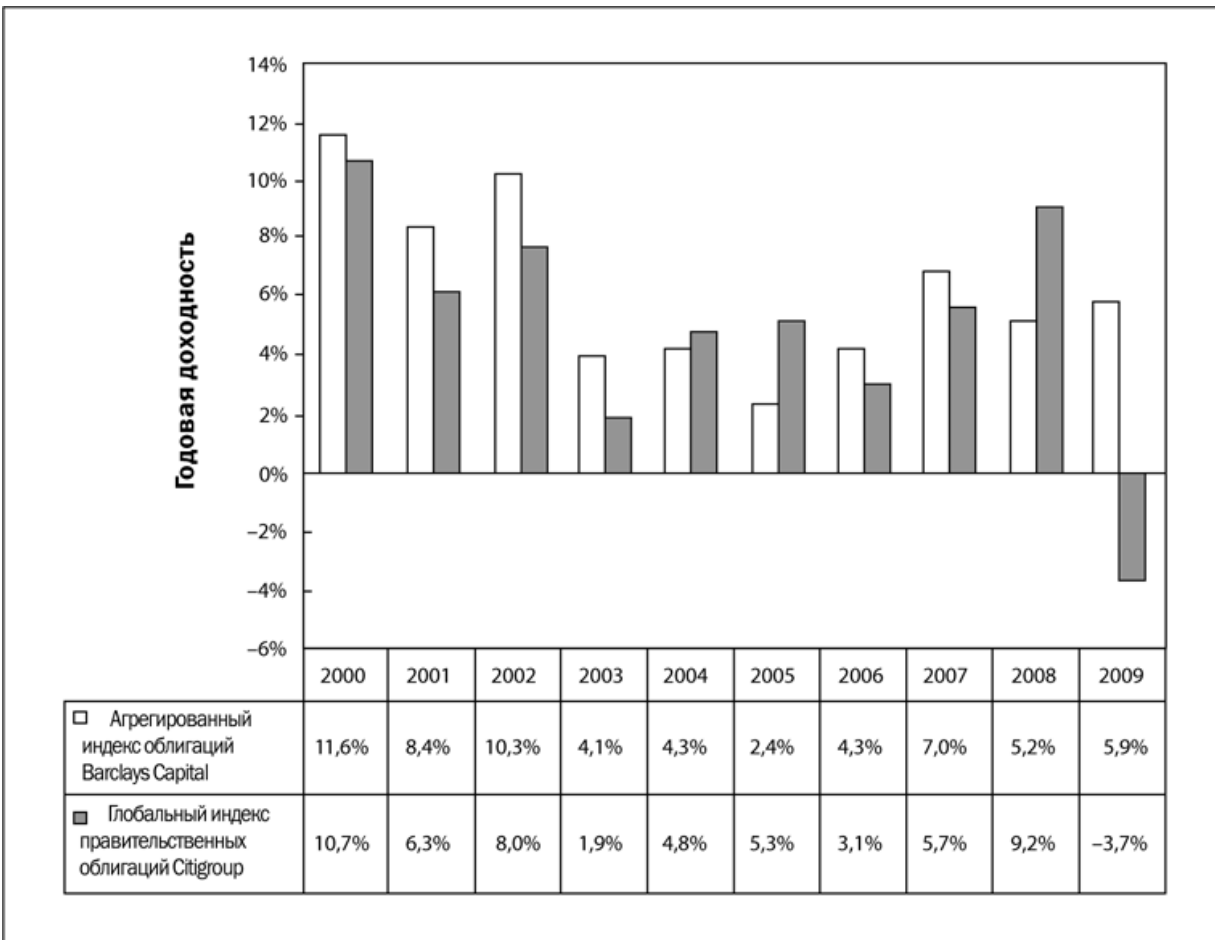
*Рис. 8.9* иллюстрирует разницу в годовой доходности индекса Barclays Capital Aggregate Bond Index и глобального индекса правительственных облигаций Citigroup Global Government Bond Index (нехеджированного), который включает и казначейские ценные бумаги. Когда какой-либо глобальный индекс является нехеджированным, это означает, что доходность в местных валютах включена в доходность всего индекса. Любой хеджированный индекс исключает валютный риск и исходит из того, что все облигации номинированы в долларах США.

Я не отношусь к числу больших приверженцев иностранных облигаций. Эти фонды действительно обеспечивают некую дополнительную валютную диверсификацию, однако стоимость такой

диверсификации слишком высока. Издержки, связанные с использованием фондов иностранных облигаций, в два или даже три раза выше издержек, связанных с использованием любого из фондов, которые оперируют только облигациями США. Эти более высокие издержки сводят на нет едва ли не все выгоды от валютной диверсификации. Именно эти повышенные затраты удерживают меня от использования фондов иностранных облигаций.

### РИСУНОК 8.9

Сравнение доходности индексов Barclays Capital Aggregate Bond Market Index и Citigroup Global Government Bond Index (нехеджированного)



На рис. 8.10 представлено сравнение гипотетической доходности индекса Citigroup Global Government Bond Index 1–30 лет (с поправкой на комиссию за покупку паев фонда в размере 0,15%) с доходностью фонда Citigroup Global Government Bond Index (с поправкой на

комиссию за покупку паев фонда в размере 0,5%). Совокупная доходность портфеля глобальных облигаций не производит впечатления, особенно с учетом того, что за рассматриваемый период доллар США упал на 20% в сравнении с другими мировыми валютами. К тому же этот глобальный индекс отличался большей волатильностью. Трудно объяснить целесообразность включения иностранных облигаций в портфель облигаций США, учитывая столь скромную доходность в период сильного падения доллара.

Стоит обратить внимание и на облигации развивающихся рынков, хотя их показатели фиксируются с относительно недавних пор. Первые взаимные фонды облигаций развивающихся рынков появились лишь в 1993 г.

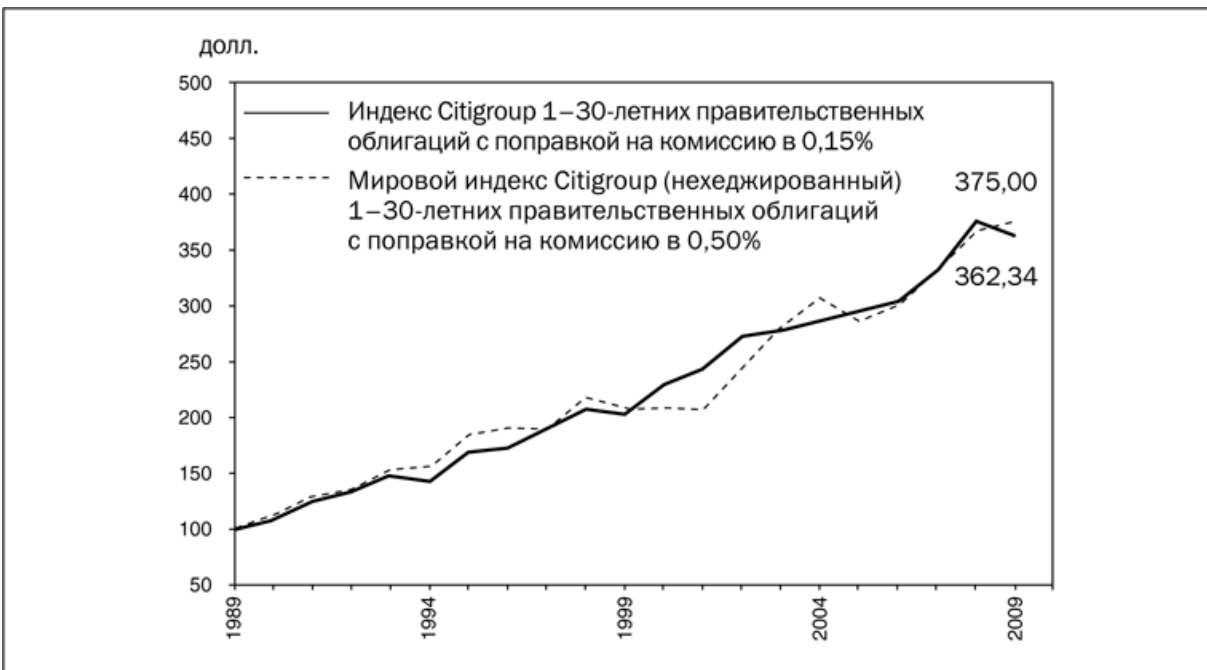
Кредитные рейтинги облигаций стран развивающихся рынков вполне сопоставимы с кредитными рейтингами корпоративных высокодоходных облигаций США. Высокий кредитный рейтинг является результатом менее развитой экономической и банковской структуры и повышенного политического риска. Политическое окружение некоторых развивающихся рынков может меняться быстро и непредсказуемым образом.

#### **РИСУНОК 8.10**

---

Сравнение гипотетической доходности фонда правительственных облигаций США с нехеджированным фондом глобальных правительственных облигаций





Подобно долговым обязательствам развитых рынков, камнем преткновения при инвестировании в долговые обязательства развивающихся рынков также являются издержки, связанные с таким инвестированием. Согласно данным, приведенным в базе данных Morningstar Principia, фонды долговых обязательств развивающихся рынков взимают за свои услуги в среднем 1% в год. Это более чем в 2 раза превышает издержки, связанные с любым фондом облигаций, в который я мог бы инвестировать. В конце главы указано несколько международных биржевых фондов облигаций с более низкими издержками, но повторяю еще раз: я считаю, что затраты, связанные с фондами иностранных облигаций, в целом делают эти фонды непривлекательными для инвесторов.

## **МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ, НЕ ОБЛАГАЕМЫЕ НАЛОГАМИ**

До сих пор мы обсуждали лишь облигации, облагаемые налогами. В зависимости от типа создаваемого вами портфеля и налоговой категории, определяемой уровнем вашего дохода, муниципальные облигации, не облагаемые налогами, могут играть важную роль в распределении ваших активов. В случае с налогооблагаемым счетом

доходность муниципальных облигаций (после уплаты налога) будет выше у инвесторов с более высокими доходами.

Как правило, процентный доход по муниципальной облигации, выпущенной в штате вашего проживания, освобождается от всех федеральных подоходных налогов, а также от подоходных налогов, взимаемых на уровне штата и города (впрочем, тут есть некоторые исключения). По этой причине по муниципальным облигациям выплачиваются более низкие проценты, чем на правительственные или корпоративные облигации, облагаемые налогом. Однако после уплаты налогов чистый доход оказывается выше.

Чтобы сравнить доходность налогооблагаемых облигаций и облигаций, не облагаемых налогами, достаточно просто умножить налогооблагаемую доходность на вашу налоговую ставку и вычесть полученный результат из этой доходности. Если вы покупаете среднесрочную налогооблагаемую облигацию, на которую выплачивается 4% годовых, а ваш налог на этот доход равняется 30%, то доходность после уплаты налога составит 2,8%. Если бы доходность на сопоставимую по сроку погашения муниципальную облигацию была выше 2,8%, то в этом случае вам было бы выгодно инвестировать в облигацию, не облагаемую налогами. Общее правило таково: если ваша комбинированная ставка подоходного налога (в которой учитывается федеральный подоходный налог и подоходный налог, взимаемый на уровне штата) оказывается не ниже 30%, то муниципальные облигации могут оказаться подходящим вариантом для налогооблагаемых счетов.

Инвесторам с высоким уровнем дохода следует рассмотреть возможность инвестирования в муниципальные облигации, не облагаемые налогами, вместо налогооблагаемых облигаций инвестиционного класса для своих налогооблагаемых счетов. Можно покупать либо отдельные облигации, либо паи какого-либо фонда облигаций. Низкозатратный диверсифицированный фонд облигаций, не облагаемый налогами, является неплохим способом диверсифицировать риск неплатежеспособности по какой-либо отдельно взятой облигации. Чем больше облигаций включает фонд облигаций, тем лучше. Недостаток фонда облигаций заключается в том, что он может облагаться налогом в штате вашего проживания.

Примеры взаимных фондов муниципальных облигаций с очень низким уровнем затрат приведены ниже.

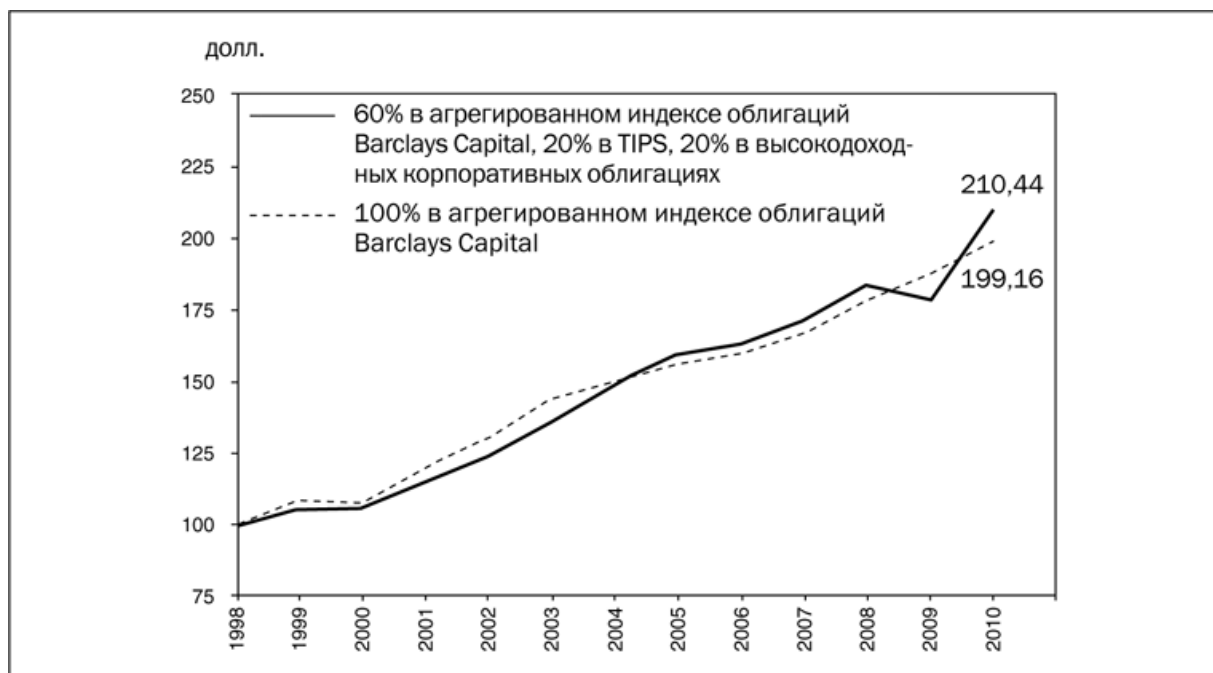
## РЕЗЮМИРУЕМ ВЫШЕСКАЗАННОЕ

Завершив анализ рынка ценных бумаг с фиксированной доходностью, необходимо выполнить следующий шаг: выбрать тот или иной вариант распределения активов для вашего портфеля. В *табл. 8.4* приведен пример распределения инструментов с фиксированной доходностью, которое используется моей фирмой в портфелях, содержащих налогооблагаемые облигации.

На *рис. 8.11* можно видеть накопленную доходность портфеля, представленного в *табл. 8.4*. Добавление TIPS и высокодоходных облигаций в портфель повысило фиксированный доход при весьма незначительном повышении риска.

### РИСУНОК 8.11

Накопленная доходность диверсифицированного портфеля ценных бумаг с фиксированной доходностью и общий индекс



Невозможно знать, окажется ли портфель, содержащий несколько классов активов с фиксированной доходностью, в будущем более доходным, чем портфели, содержащие казначейские ценные бумаги и

облигации инвестиционного класса. Я полагаю, что это должно случиться, поскольку инвесторы должны быть вознаграждены за принятие на себя дополнительных рисков, связанных с высокой доходностью и дефляцией. Соответственно, инвесторы, которые не поленились получить как можно более полную информацию о распределении ценных бумаг с фиксированной доходностью, испытают удовлетворение от выполненной работы.

**ТАБЛИЦА 8.4**

Распределение инструментов с фиксированной доходностью (налогооблагаемые облигации)

Распределение ценных бумаг с фиксированной доходностью, %	Категория инструментов с фиксированной доходностью
60	Barclays Capital Aggregate Bond Index
20	Казначейские ценные бумаги, защищенные от инфляции, или iBonds
20	Высокодоходные корпоративные облигации

Имейте в виду, что портфель, представленный в *табл. 8.4*, — это лишь пример. Каждый инвестор должен самостоятельно решить, как распределять свои инвестиции, чтобы достичь собственных финансовых целей с учетом своей налоговой ситуации.

## **ПЕРЕЧЕНЬ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**

В *табл. 8.5* приведен перечень низкозатратных взаимных фондов, которые могут быть возможными кандидатами для вашего распределения активов с фиксированной доходностью. Широкий ассортимент инструментов и информации, касающихся взаимных фондов, имеется на сайте [www.Morningstar.com](http://www.Morningstar.com).

Рассматривая возможность использования биржевых фондов, которые инвестируют в корпоративные и муниципальные облигации, нужно принимать во внимание ряд важных замечаний. Из-за отсутствия ликвидности большинства облигаций во время кредитного кризиса 2008 г. некоторые из ETF облигаций продавались с большой скидкой к их расчетной цене. Вы должны отдавать себе отчет в том,

что скидка к расчетной цене может быть применена еще до того, как вы инвестируете свои средства в какой-либо из ETF облигаций, владеющий ценными бумагами, которые могут стать неликвидными при наступлении неблагоприятной ситуации на рынке.

**ТАБЛИЦА 8.5**

Выборочный перечень низкозатратных взаимных фондов ценных бумаг с фиксированной доходностью

	Тикер	Базовый индекс
<b>Фонды облигаций общего рынка</b>		
Vanguard Total Bond Market*	VBMFX	Barclays Capital U.S. Aggregate Bond Index
iShares Barclays Aggregate	AGG	Barclays Capital U.S. Aggregate Bond Index
Vanguard Short-Term Bond Index*	VBISX	Barclays 1–5 Government/Credit Index
<b>Казначейские ценные бумаги с защитой от инфляции</b>		
Vanguard Inflation-Protected Securities	VIPSX	Barclays Treasury Inflation Notes Index
iShares Barclays TIPS Bond	TIP	Barclays Treasury Inflation Notes Index
Individual iBonds		Покупка через банки или Казначейство США
<b>Высокодоходные корпоративные облигации</b>		
Vanguard High-yield Corporate Bonds	VWENX	Активно управляемый фонд с рейтингом B-BB
<b>Фонды иностранных облигаций</b>		
iShares S&P/Citigroup International Treasury Bond	IGOV	25% этого фонда приходится на Японию
iShares JPMorgan USD Emerging Markets	EMB	Облигации с рейтингом BB
<b>Фонды муниципальных облигаций</b>		
Vanguard Inter-Term Tax-Exempt	VWITX	Активно управляемый фонд, срок погашения облигаций 6–12 лет
Vanguard Limited-Term Tax-Exempt	VMLTX	Активно управляемый фонд, срок погашения облигаций 2–6 лет

\* Также существуют биржевые фонды Vanguard.

## **ВЫВОДЫ**

Хорошо диверсифицированный портфель содержит как ценные бумаги с фиксированной доходностью, так и акции. Чтобы обеспечить максимальную доходность, часть портфеля, состоящая из инструментов с фиксированной доходностью, также должна быть широко диверсифицирована на несколько разных категорий, а ее ребалансировка должна проводиться ежегодно. Распределение активов с фиксированной доходностью ведет к повышению доходности портфеля в целом при минимальном повышении риска по портфелю.

Диверсификационный потенциал рынка облигаций велик. Субклассы активов с фиксированной доходностью включают правительственные облигации, корпоративные облигации, пулы ипотечных облигаций, облигации, обеспеченные активами (например, облигации, обеспеченные дебиторской задолженностью по кредитным картам), а также иностранные облигации (развитых и развивающихся рынков). Фонд общего рынка облигаций охватывает большинство ценных бумаг с фиксированной доходностью инвестиционного класса.

Наилучшим способом сформировать часть портфеля, состоящую из ценных бумаг с фиксированной доходностью, является инвестирование в низкозатратные взаимные фонды облигаций, в частности в индексные фонды облигаций. Индексные фонды четко отслеживают многие из индексов ценных бумаг с фиксированной доходностью, которые используются в этой главе при анализе данных. Некоторые классы активов с фиксированной доходностью невозможно купить в составе индексного фонда, и для них подойдет какой-либо низкозатратный активно управляемый взаимный фонд. Инвесторам с высоким уровнем дохода, в отношении которых применяются повышенные ставки налога, следует рассмотреть возможность инвестирования во взаимные фонды муниципальных облигаций, не облагаемых налогами, вместо налогооблагаемых облигаций инвестиционного класса.

## ГЛАВА 9

---

# Инвестирование в недвижимость

### КЛЮЧЕВЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

- Недвижимость — это класс активов, отличный от акций и облигаций.
- Инвестиционные трасты недвижимости (REIT, Real Estate Investment Trusts) являются удобным способом инвестирования в недвижимость.
- Временами REIT слабо коррелируют с обыкновенными акциями и облигациями.
- Владение жильем не только обеспечивает вам место для проживания, но и обладает немалой потенциальной доходностью.

Один из важнейших выводов современной портфельной теории заключается в том, что наличие в портфеле слабо коррелированных классов активов и периодическое проведение ребалансировки портфеля снижает общий риск по портфелю и повышает долгосрочную доходность. Недвижимость — один из очень немногих классов активов, демонстрирующих слабую корреляцию с акциями и облигациями на длинном временном горизонте. Хорошо диверсифицированный портфель, включающий инвестиции в недвижимость наряду с акциями и облигациями, обеспечивает более высокую доходность по сравнению с портфелем, не включающим инвестиции в недвижимость. Это наблюдалось даже в периоды неблагоприятной ситуации на рынке недвижимости (например, в середине 2000-х годов). Доходность от инвестирования в недвижимость имеет две составляющие: компонент дохода и компонент роста. Brandes Investment Institute и Prudential Financial в сотрудничестве с профессором Элроем Димсоном из Лондонской школы бизнеса провели исследование долгосрочной доходности инвестиций в недвижимость США<sup>[33]</sup>. Димсон пришел к выводу, что

начиная с 1930-х годов долгосрочная доходность инвестиций в недвижимость США соизмерима с доходностью на американском фондовом рынке, о чем свидетельствуют данные, приведенные в *табл. 9.1*. С тех пор и вплоть до 2009 г. включительно данные по этому исследованию не обновлялись, между тем как начиная с 2004 г. стоимость недвижимости существенно снизилась (в совокупности приблизительно на 10%). Я позволил себе внести в *табл. 9.1* соответствующую поправку на долгосрочную доходность вложений в недвижимость.

Более детальный анализ данных, полученных Димсоном, показывает, что составляющая доходности, обусловленная доходом от арендной платы, характеризуется высокой стабильностью на протяжении нескольких десятилетий. Из *табл. 9.2* следует, что средний показатель той составляющей доходности от инвестиций в недвижимость, которую мы обозначили как компонент дохода, равняется приблизительно 7%,  $\pm 1\%$  за десятилетие. Капитальная доходность за часть десятилетия, охватывающую 2000–2004 гг., была в этом отчете скорректирована таким образом, чтобы учитывался весь 2004 г. Я дополнил эту таблицу данными, полученными из других источников, до 2009 г. включительно.

**ТАБЛИЦА 9.1**

Долгосрочные показатели доходности инвестиций в недвижимость США

Временной период	Общая доходность недвижимости*	Общий рынок акций	Инфляция (индекс потребительских цен)
1930–2009	9,1%	9,2%	3,2%

\*Отчет Brandes Investment Institute, охватывающий период до 2004 г.; авторская оценка охватывает период до 2009 г. включительно.

**ТАБЛИЦА 9.2**

Доходность инвестиций в недвижимость США с разбивкой по десятилетиям

Десятилетие	Общая доходность, %	Годовая доходность, обусловленная доходом от арендной платы, %	Капитальная доходность, %
1930–1939	8,1	8,4	–0,3
1940–1949	13,7	6,3	7,0



1950–1959	6,2	6,1	0,2
1960–1969	6,5	6,2	0,3
1970–1979	10,1	6,3	3,6
1980–1989	11,1	6,5	4,3
1990–1999	5,5	6,6	-1,1
2000–2009*	9,3	7,5	1,8*

\*Отчет Brandes Investment Institute, охватывающий период до 2004 г.; авторская оценка охватывает период до 2009 г. включительно.

Почти все контракты долгосрочной коммерческой аренды содержат учтенный инфляционный хедж. Рантье перекалывают бремя инфляции на плечи жильцов, исходя из общих темпов роста цен. Способность домовладельцев повышать арендную плату делает инвестиции в недвижимость особенно привлекательными в качестве эффективного способа защиты от инфляции (инфляционного хеджа) в инвестиционном портфеле.

Помимо возможности получения арендной платы владение жилой недвижимостью представляет собой надежную долговременную инвестицию, не говоря уж о том, что такая недвижимость сама по себе является местом, где можно жить. Согласно официальной статистике, на протяжении уже достаточно длительного времени жилая недвижимость обеспечивает ее владельцам доходность свыше 3% в год. Это вполне соответствует темпам инфляции.

В некоторых районах США было отмечено значительное повышение цен на жилье в 1990-е годы и на протяжении большей части 2000-х годов. Это заставило отказаться от покупки нового жилья многих покупателей, а другим пришлось влезать в большие долги. Кроме того, это вызвало спекулятивную лихорадку со стороны участников рынка недвижимости, покупающих жилье с целью быстрой перепродажи (в таких операциях купли-продажи наличные деньги почти не использовались). Резкая коррекция цен на жилье, случившаяся в период 2007–2009 гг., положила конец этой спекулятивной лихорадке. Падение цен, плюс налоговые льготы для покупателей нового жилья, плюс низкие процентные ставки по ипотечным займам, установленные Федеральным резервным банком, позволили стабилизировать цены на жилье на большинстве рынков.

Инвесторам следует по мере возможности рассматривать и вариант владения жильем, и возможность инвестирования в коммерческую недвижимость как неотъемлемые составляющие своего долгосрочного инвестиционного плана. Следует учитывать, что площадь земли, пригодной для строительства в США, хоть и велика, но все же ограничена; то же можно сказать и о ресурсах для строительства. В то же время население страны продолжает увеличиваться. Эти два факта должны поддерживать стабильность цен на большинстве рынков; в долгосрочной перспективе эти два факта должны подталкивать цены вверх на рынках, где создаются привлекательные рабочие места.

## **ВОЗМОЖНОСТИ, СВЯЗАННЫЕ С ИНВЕСТИРОВАНИЕМ В КОММЕРЧЕСКУЮ НЕДВИЖИМОСТЬ**

Инвестиции в коммерческую недвижимость можно осуществлять тремя способами: прямые инвестиции в недвижимость, косвенные инвестиции посредством партнерств с ограниченной ответственностью (LP) и косвенные инвестиции посредством инвестиционных трастов недвижимости (REIT). У каждого из этих подходов есть свои преимущества и недостатки.

Прямые инвестиции обеспечивают инвестору полный контроль над соответствующим недвижимым имуществом, включая управление арендными платежами, издержками, а также принятие решений о продаже. Прямое инвестирование обычно обеспечивает самую высокую доходность, поскольку устраняет большинство посредников, полагаясь на непосредственное участие владельца недвижимости. Недостатком прямого инвестирования является то, что оно требует большого практического опыта в деле управления недвижимостью и хорошего знания рынка недвижимости. Правда, непосредственный инвестор может воспользоваться услугами какой-либо компании, специализирующейся на управлении недвижимостью, но в этом случае ему придется делиться с этой компанией своими доходами. Помимо издержек на управление к снижению доходности может привести длительная незаселенность жилья, а также недобросовестные или неплатежеспособные съемщики жилья. Наконец, когда инвестор захочет продать свою недвижимость, неблагоприятная ситуация на

вторичном рынке жилья может затруднить продажу или сделать ее менее прибыльной.

Инвестиции в партнерства с ограниченной ответственностью могут обеспечить вам хорошую доходность при условии, что вы выберете партнерство, способное обеспечить такую доходность. Главное в этом деле — найти честного и опытного партнера, умеющего выполнять любые операции с недвижимостью, включая приобретение, управление и перепродажу недвижимого имущества. Недостатком инвестирования в партнерства с ограниченной ответственностью является то, что такие партнерства вынуждены вести себя пассивно. Им не разрешается принимать активное участие в какой-либо стадии этого бизнеса. Партнерства с ограниченной ответственностью не имеют права голоса в решениях, касающихся того, какое именно недвижимое имущество будет покупаться, каким образом будет осуществляться управление этим недвижимым имуществом и когда оно будет продано. К тому же акции партнерств с ограниченной ответственностью, как правило, неликвидны. Таким партнерствам зачастую бывает очень нелегко продать свои акции, поскольку трудно найти какого-либо другого инвестора, готового предложить справедливую и приемлемую цену.

REIT являются простейшим способом участия в рынке недвижимости. REIT подобны корзинам с недвижимым имуществом, которое торгуется на фондовой бирже. Публичный рынок REIT обеспечивает мгновенную ликвидность. Недостатком REIT является плата за управление и администрирование. Если текущая доходность недвижимого имущества в основе REIT составляет около 8%, то доходность для инвесторов REIT составит около 6%. К тому же инвесторы в REIT не принимают участия в управлении за исключением ежегодного голосования.

За последние 20 лет рынок REIT значительно вырос, а взаимные фонды REIT приобрели большую популярность. Любой инвестор, купив паи того или иного взаимного индексного фонда или биржевого фонда REIT, может владеть небольшой долей из тысяч объектов недвижимости в разных сегментах рынка по всей стране.

REIT также не лишены недостатков. Взаимные фонды REIT имеют дополнительный уровень управления фондом, повышающий

управленческие издержки, присущие всем REIT. Взаимные фонды REIT имеют дополнительный уровень управления, повышающий управленческие издержки, присущие всем REIT. Еще один недостаток трастов недвижимости заключается в том, что цена их паев, вообще говоря, не отражают истинную стоимость недвижимости. Цены паев REIT, как правило, гораздо более волатильны, чем цена исходной недвижимости, и временами соответствующие паи могут торговаться со значительными скидками или, наоборот, крупными надбавками по отношению к расчетной стоимости паев.

## **REIT КАК САМОСТОЯТЕЛЬНЫЙ КЛАСС АКТИВОВ**

Инвестициями, рекомендуемыми в этой книге, являются низкозатратные взаимные фонды. Соответственно, единственной категорией коммерческой недвижимости, рекомендуемой в этой книге, являются имущественные фонды REIT и биржевые фонды. Однако наши рекомендации можно применить и к другим формам владения коммерческой недвижимостью.

В 1960 г. Конгресс США принял закон, позволяющий создавать объединенные трасты недвижимости, которые могли бы выполнять торговые операции на какой-либо из крупных фондовых бирж. Инвестиционные трасты недвижимости (REIT) задумывались как механизм, позволяющий оптимизировать налоги; посредством этого механизма инвесторы могли сформировать диверсифицированный портфель недвижимости. Компании, которые управляют REIT, как правило, не облагаются федеральным налогом на прибыль и налогом на прибыль на уровне штатов, если управляющая компания удовлетворяет определенным требованиям налогового кодекса США. Ниже перечислены самые важные из этих требований.

1. Инвестировать по меньшей мере 75% совокупных активов в недвижимость.
2. Получать по меньшей мере 75% валовой прибыли от платы за аренду недвижимого имущества.
3. Выплачивать дивиденды по меньшей мере от 90% налогооблагаемой прибыли.

Несмотря на то что в 1960-е годы REIT были новаторской концепцией, они не вызвали особого интереса со стороны инвесторов. Финансовые институты не были заинтересованы в REIT, поскольку налоговое законодательство того времени запрещало группе из 5 и менее лиц владеть более чем 50% паев REIT. В результате за первые 30 лет капитализация рынка REIT выросла лишь до 5,6 млрд долл. (включая только имущественные REIT).

В начале 1990-х годов в налоговое законодательство были внесены изменения, способствовавшие стремительному росту рынка REIT. Эти изменения позволили пенсионным трастам открывать гораздо более крупные позиции в инвестициях в недвижимость, не нарушая при этом трастовое законодательство. Из-за ликвидности, обеспечиваемой REIT, финансовые институты стали рассматривать их как идеальный механизм для наращивания своих инвестиций в недвижимость.

Согласно данным Национальной ассоциации инвестиционных трастов недвижимости (NAREIT), в период 1990–2009 гг. рынок REIT вырос с 5,5 млрд долл. менее чем в 60 небольших имущественных REIT до более чем 100 выпусков, рыночная капитализация которых превышает 250 млрд долл. Несмотря на то что эти показатели выглядят весьма впечатляюще, имущественные REIT все еще представляют относительно небольшую часть совокупного рынка коммерческой недвижимости и менее чем 3% капитализации фондового рынка США.

Секьюритизация<sup>[34]</sup> рынка недвижимости все еще далека от своего завершения. Согласно данным Федеральной резервной системы США, совокупная стоимость рынка коммерческой недвижимости составляет около 15 трлн долл. Но не всю недвижимость можно включать в REIT. Большой объем коммерческой недвижимости принадлежит публичным компаниям и таким образом (технически) уже включен в цену их обыкновенных акций. После поправки на владения корпораций стоимость привлекательной для инвестирования коммерческой недвижимости США составляет приблизительно 4 трлн долл., из которых лишь менее 7% приходится на публично торгуемые REIT.

### **Акционерные и другие типы REIT**

Инвестиционные трасты REIT делятся на три основные категории: акционерные, ипотечные и гибридные. Имущественные REIT

являются единственным типом, который инвестирует полностью в недвижимое имущество. Они представляют собой самую чистую форму вложений в недвижимость. Ипотечные REIT не владеют напрямую недвижимым имуществом. Вместо этого они инвестируют в недвижимое имущество посредством ипотечных займов. Ипотечные REIT, по сути, представляют собой разновидность инвестирования в облигации, а не в недвижимость. Гибридные REIT владеют и недвижимым имуществом, и закладными. Гибридный REIT как таковой извлекает часть своей прибыли из сдачи в аренду недвижимого имущества, а другую часть дохода — из портфеля ипотечных займов.

В этой главе, посвященной недвижимости, поставлена задача сосредоточить внимание на особом классе активов, которым является коммерческое недвижимое имущество. Таким образом, данные, приведенные в этой книге, отражают риск и доходность лишь имущественных REIT. Данные по ипотечным и гибридным REIT в этой книге не приводятся.

Существует свыше 100 различных имущественных REIT, которые торгуются на фондовом рынке США. Эти компании инвестируют в широкий спектр недвижимого имущества, включая торговые центры, офисные комплексы, многоквартирные жилые дома и гостиницы. Инвесторы, желающие владеть всем этим недвижимым имуществом, могут инвестировать в какой-либо взаимный индексный фонд имущественных REIT, который обеспечит им определенную долю в десятках тысяч объектов недвижимости по всей стране.

### **Доходность имущественных REIT**

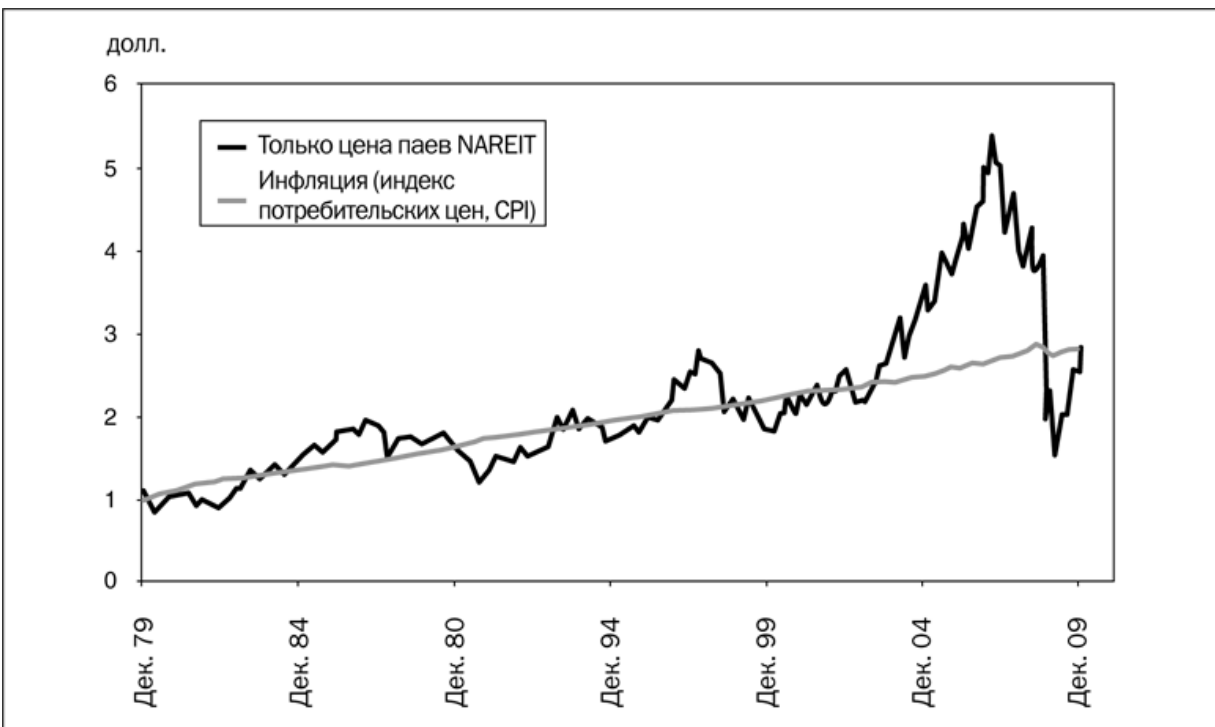
Доходность имущественных REIT можно разделить на две категории. К первой категории относится доходность паев REIT, а ко второй — дивидендные выплаты и доходность от реинвестирования дивидендов. Если REIT выплачивают акционерам по меньшей мере 90% своей налогооблагаемой прибыли в форме дивидендов, то трастам не приходится платить налог на прибыль. Поэтому их доходность в основном определяется дивидендной доходностью и доходностью от реинвестирования дивидендов.

Рис. 9.1 и 9.2 служат графической иллюстрацией важности дивидендов для инвесторов в REIT. На рис. 9.1 показан рост стоимости 1 долл., инвестированного только в цену паев NAREIT. Эта диаграмма не включает дивидендов или доходности от реинвестирования дивидендов. Рис. 9.2 демонстрирует совокупную доходность с учетом выплаты дивидендов и доходности от реинвестирования дивидендов в сравнении с совокупной доходностью фондового рынка США за последние 20 лет. Показатели долгосрочной доходности при этом практически идентичны.

Вообще говоря, только цена имущественных REIT повысилась с уровнем инфляции, измеряемым индексом потребительских цен. Это вполне объяснимо с учетом того обстоятельства, что плата за аренду недвижимости, как правило, повышается с уровнем инфляции и что от имущественных REIT требуется выплачивать в форме дивидендов 90% их налогооблагаемой прибыли.

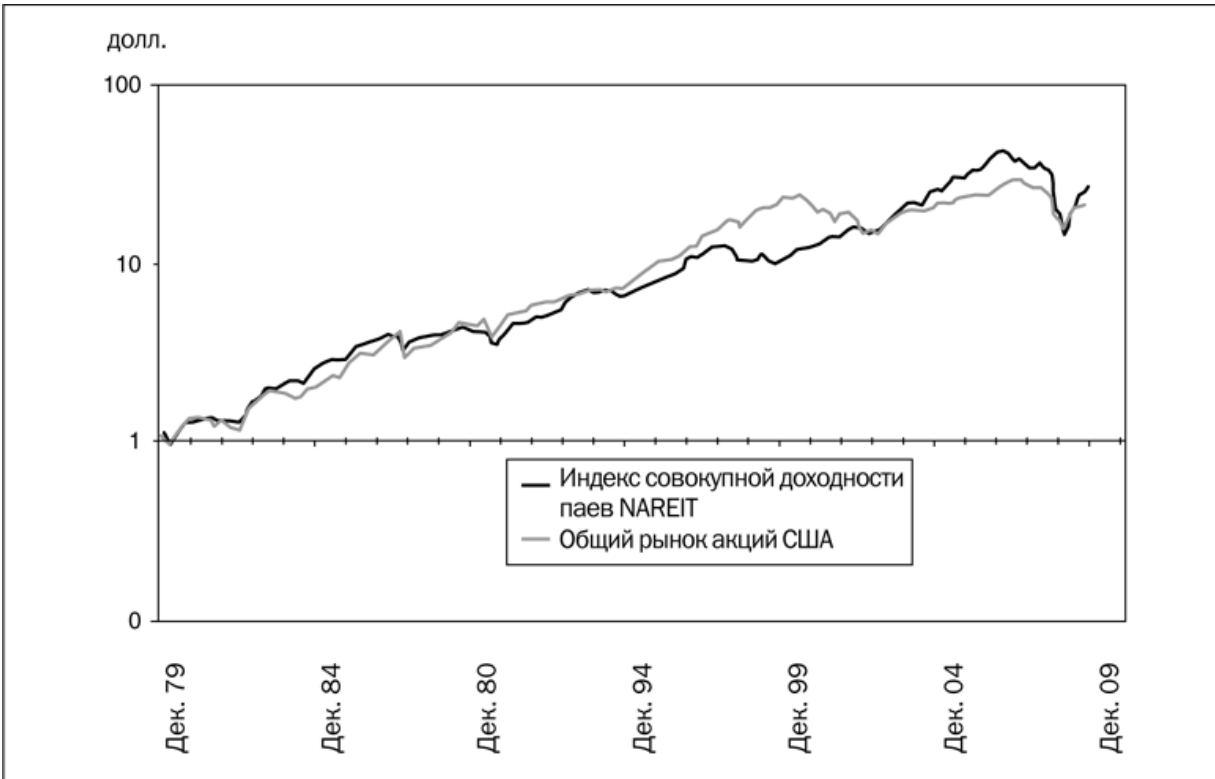
#### РИСУНОК 9.1

Индекс NAREIT (только цена) в целом отслеживает рост инфляции на сумму в 1 долл.



## РИСУНОК 9.2

Сопоставление роста стоимости 1 долл. согласно индексу совокупной доходности NAREIT и индексу совокупного рынка акций США CRSP



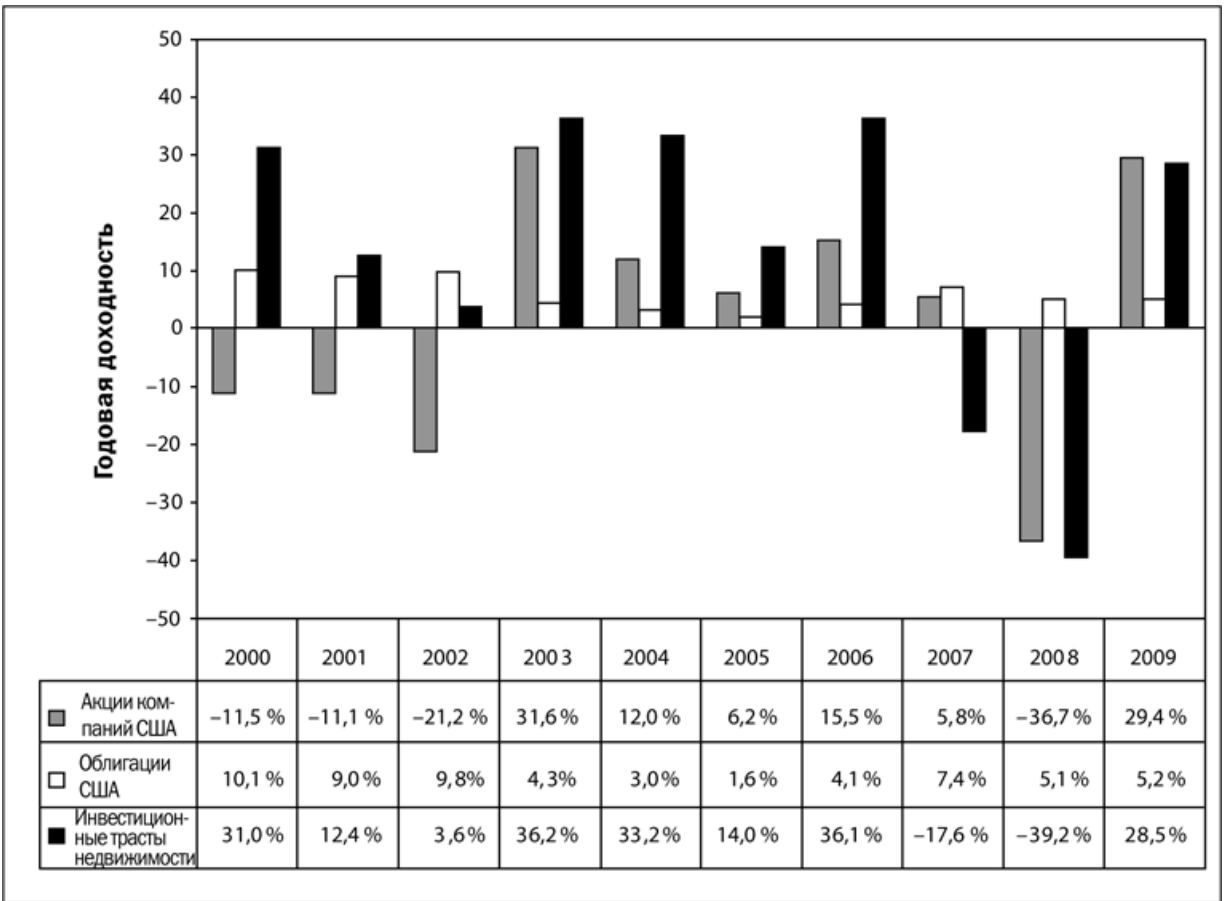
Когда же в этот индекс включаются дивиденды и реинвестирование дивидендов, получается несколько иная картина. С практической точки зрения риск и доходность REIT и обыкновенных акций компаний США достаточно близки между собой; это позволяет нам утверждать, что их долгосрочные ожидаемые уровни риска и доходности схожи.

На *рис. 9.3* продемонстрированы различия в уровнях доходности (в годовом исчислении) между общим рынком акций США, индексом Barclays Intermediate-Term Government/Credit Index и Wilshire REIT Index (индекс имущественных REIT). Как видно из диаграммы на рисунке, показатели доходности этих трех классов активов слабо связаны между собой.

## РИСУНОК 9.3

Годовые показатели доходности общего рынка акций США CRSP, среднесрочных облигаций и REIT





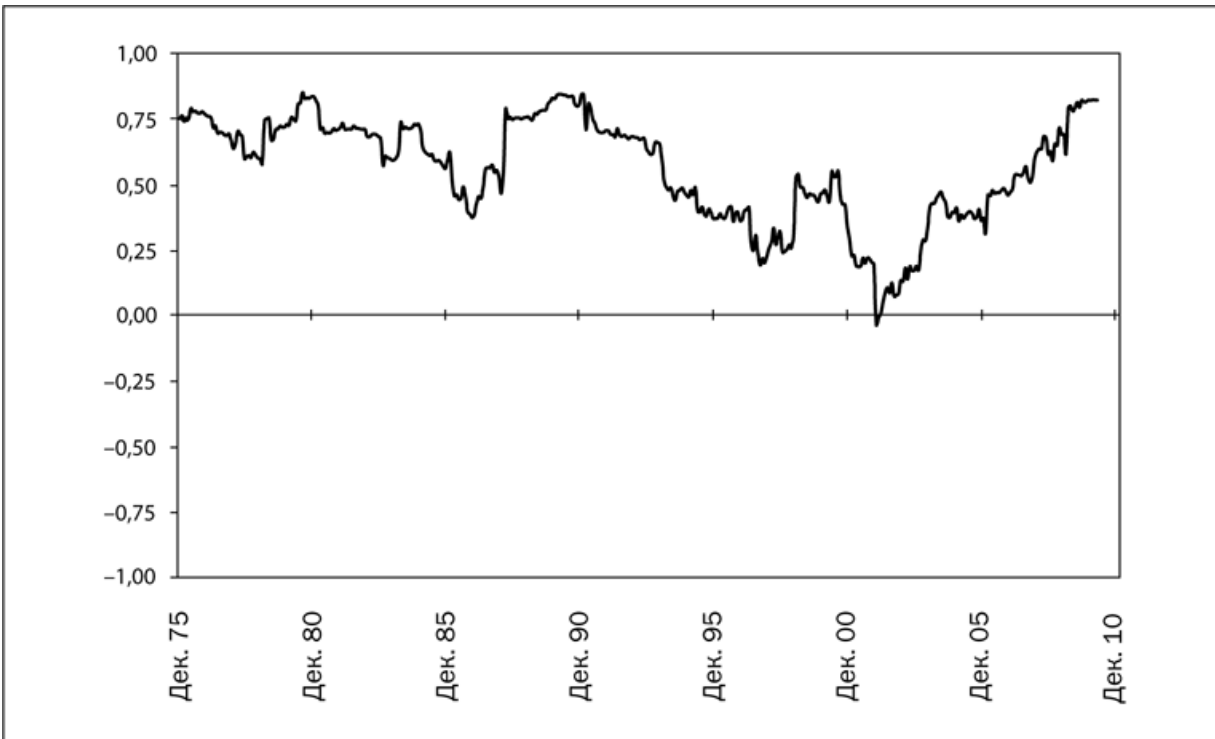
## АНАЛИЗ КОРРЕЛЯЦИИ

До изменений в налоговом законодательстве относительно REIT, внесенных в 1992 г., риск и доходность REIT были очень схожи с риском и доходностью акций. Высокая корреляция между REIT и акциями компаний США указывала на то, что динамичность рынков оказывает влияние на инвестиционные трасты недвижимости.

К началу 1990-х годов отношение рынка к этим ценным бумагам начало меняться. Рынок REIT развивался, а понимание инвесторами данного сектора становилось все более глубоким. Изменения на рынке трастовой недвижимости начали, в свою очередь, изменять модели поведения данного класса активов. В течение последующих 10 лет корреляция между REIT и остальным фондовым рынком снизилась и в течение короткого периода в 2001 г. стала, по сути, отрицательной. К концу данного десятилетия корреляция снова изменилась, и корреляция REIT и акций компаний США снова оказалась высокой. Рис. 9.4 иллюстрирует это явление.

#### РИСУНОК 9.4

Скольльзящая 36-месячная корреляция между индексом NAREIT и общим индексом рынка акций США CRSP



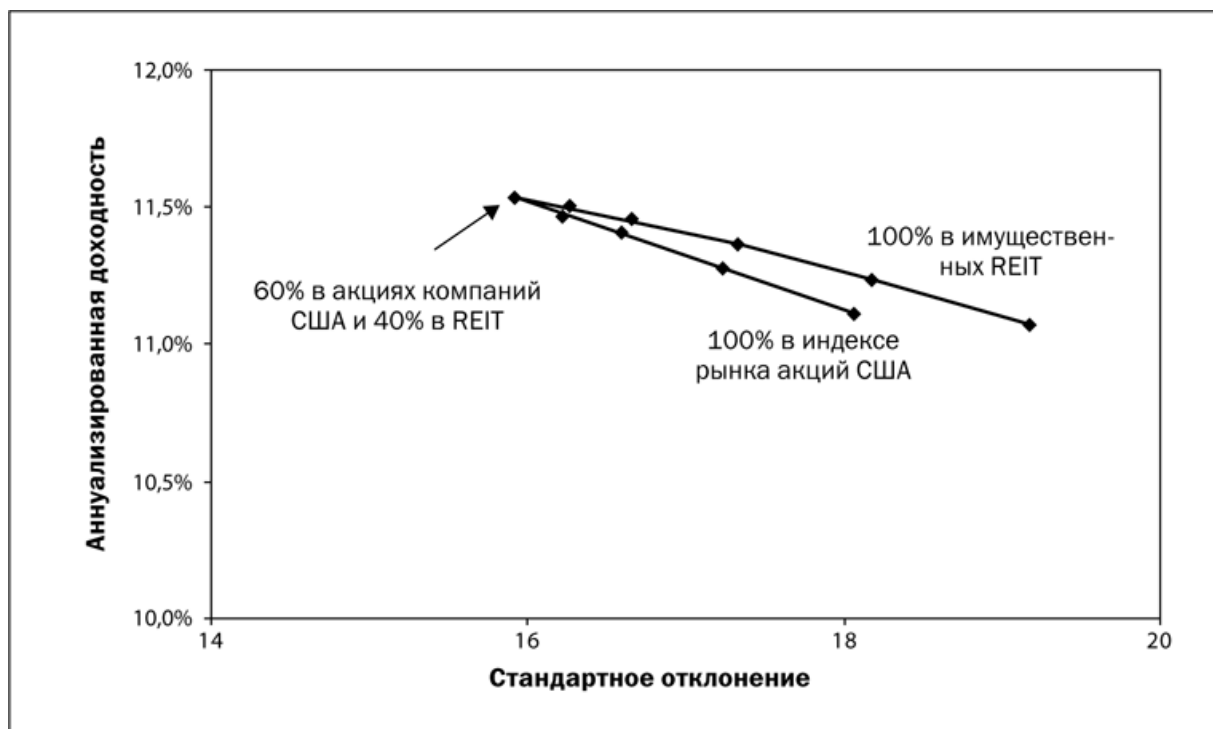
Переменная корреляция между REIT и остальным фондовым рынком создала для инвесторов возможность диверсификации портфелей. На *рис. 9.5* можно видеть диаграмму риска и доходности, получившуюся в результате добавления REIT в портфель акций компаний США.

Риск и доходность REIT и фондового рынка США практически одинаковы. Однако добавление REIT в портфель акций обеспечило значительную диверсификационную выгоду, обусловленную переменной корреляцией, представленной на *рис. 9.4*. Несмотря на то что на этом рисунке показано распределение, предусматривающее 40% инвестиций в REIT и 60% инвестиций в обыкновенные акции, я не рекомендую инвестировать в REIT более 10% вашего капитала, поскольку REIT представляют достаточно узкий сектор рынка, и им доступна лишь ограниченная доля коммерческой недвижимости. На фондовых биржах США торгуется всего около 100 REIT.

Индекс Wilshire REIT Index схож с индексом NAREIT в том отношении, что представляет все публично торгуемые имущественные REIT. Разница между двумя индексами заключается в том, что Wilshire REIT Index начал использоваться в 1987 г. и вплоть до 2002 г. не включал больницы и прочие учреждения системы здравоохранения.

### РИСУНОК 9.5

Диаграмма риска и доходности общего рынка акций США CRSP и индекса Wilshire REIT Equity Index (1980–2009 гг.)



Выгода от использования Wilshire REIT Index в том, что этот индекс инвестиционно привлекателен (это означает, что ряд взаимных индексных фондов отслеживают Wilshire REIT Index).

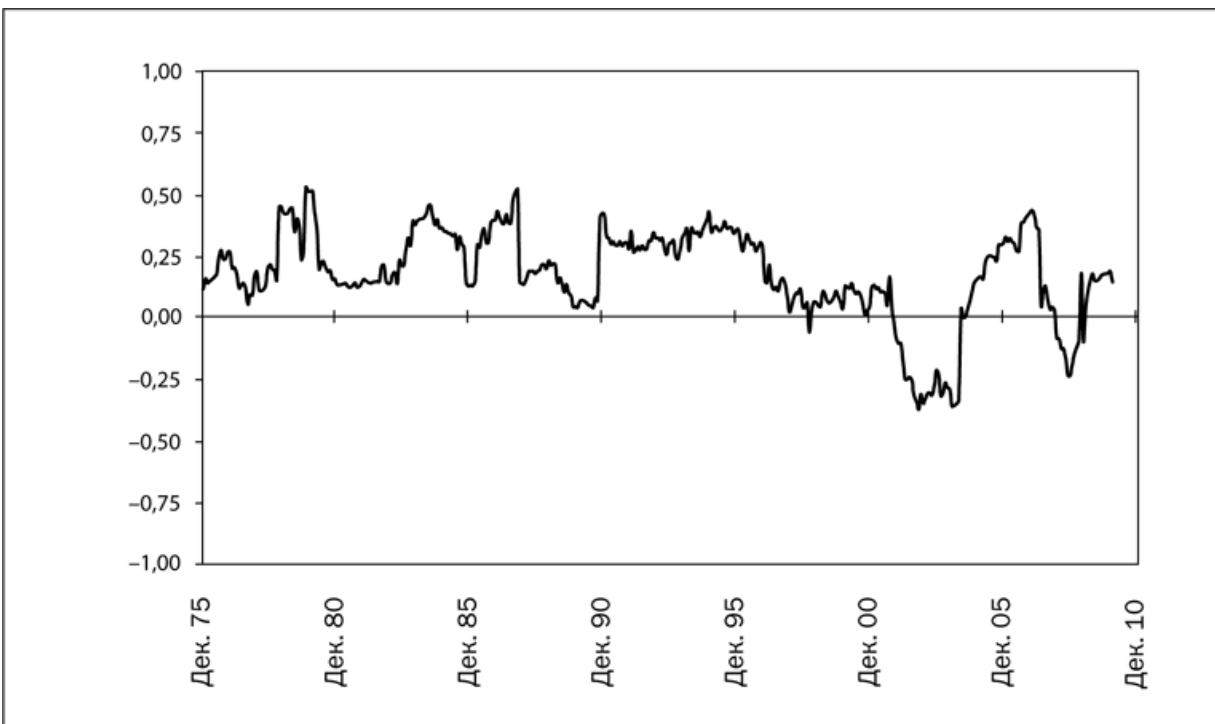
Цены на недвижимость и процентные ставки связаны между собою. Когда процентные ставки падают, цены на недвижимость растут из-за повышения спроса. Следовательно, многие приходят к выводу о наличии высокой корреляции между доходностью облигаций и доходностью REIT. Однако имеющиеся в нашем распоряжении данные не указывают на существование такой корреляции. На *рис. 9.6* можно видеть скользящую 36-месячную корреляцию между

доходностью REIT и доходностью от индекса Barclays Capital Intermediate-Term Index.

График на *рис. 9.7* помогает понять важность инвестирования в REIT. Он иллюстрирует преимущества портфеля, включающего несколько разных классов активов. Приведенная диаграмма риска и доходности базируется на портфеле, включающем среднесрочные облигации и комбинацию акций (20% — REIT, 80% — общий рынок акций). В каждой точке выделение определенной доли для REIT приводило к снижению риска по портфелю, что, в свою очередь, в долгосрочной перспективе повышало доходность.

### РИСУНОК 9.6

Скольльзящая 36-месячная корреляция между индексом NAREIT и индексом Barclays Capital Intermediate Government/Credit Index



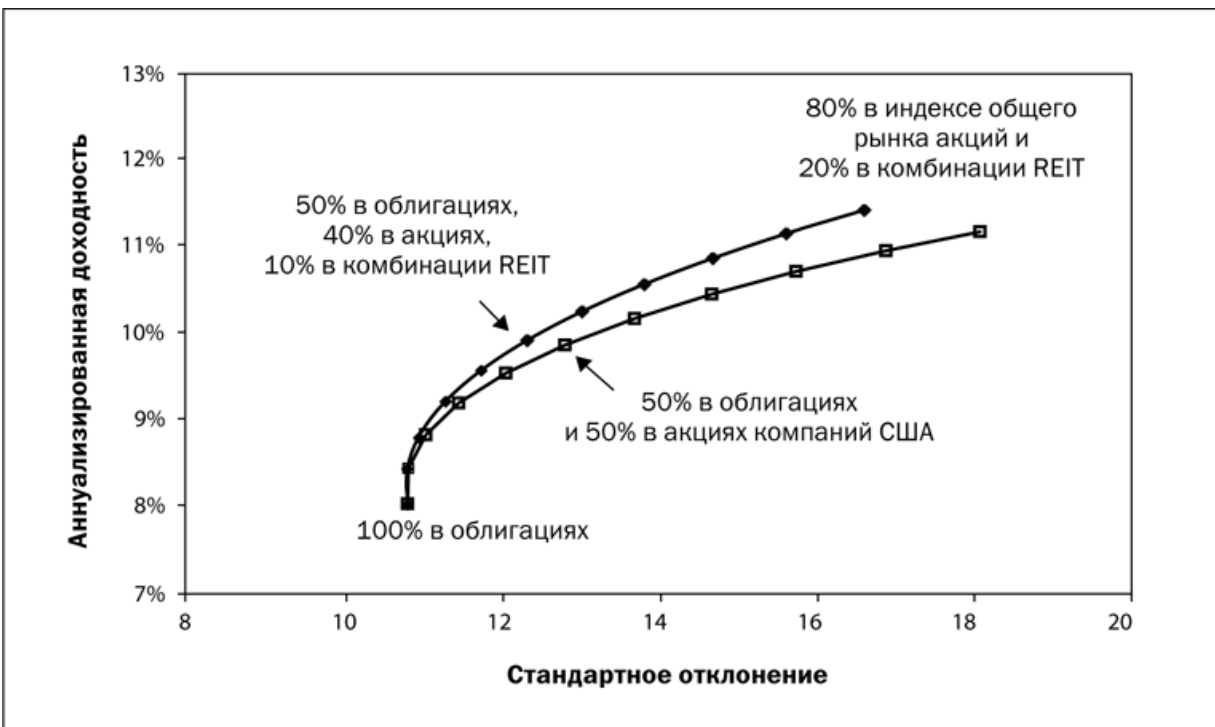
Хочу повторить, что инвестирования в REIT 20% капитала может оказаться чересчур много. Недвижимость по-прежнему остается узким субсектором рынка США, представляющим менее 3% рыночной капитализации. Таким образом, я уверен, что выделения 10%-ной доли

капитала, отведенной под акции, вполне достаточно для инвестирования в какой-либо из индексных фондов REIT.

Имущественные REIT — это класс активов, характеризующийся низкой корреляцией, который было бы целесообразно включать в перечень ваших потенциальных инвестиций. Существует несколько низкотратных индексных фондов REIT, которые отражают доходность индексов REIT. Частичный перечень таких индексных фондов REIT приведен в табл. 9.3, помещенной ниже.

### РИСУНОК 9.7

Сравнение портфелей, включающих и не включающих REIT (1980–2009 гг.)



## ЖИЛАЯ НЕДВИЖИМОСТЬ

Любой материал, посвященный инвестированию в недвижимость, был бы неполным, если бы в нем не обсуждался вопрос жилой недвижимости. Помимо того что приобретение жилья обеспечивает вам место для проживания, покупка жилого дома в хорошем месте может выполнять роль надежной долгосрочной инвестиции. Домовладельцы в США, как правило, обеспечивают себе ежегодный доход, в среднем несколько превышающий уровень инфляции. Во

всяком случае, об этом свидетельствует статистика нескольких последних десятилетий. Несмотря на недавнее ухудшение ситуации на рынке жилья, процентные платежи по ипотечным займам по-прежнему уменьшают налоговую базу при налогообложении; к тому же налогом не облагается часть дохода (или весь доход) от продажи вашего жилья.

На *рис. 9.8* показано изменение средней стоимости жилого дома на одну семью начиная с 1987 г. (по данным S&P Case/Shiller Composite–10 Housing Index). Все данные предоставлены местными налоговыми службами и отражают цену продажи недвижимости согласно завершённым сделкам купли/продажи жилья. Этот индекс иллюстрирует изменение стоимости домов, рассчитанных на проживание одной семьи, в 10 крупных городах США. Индекс использует показатель повторных продаж (измеряет изменение средней цены при повторной продаже одного и того же недвижимого имущества).

На *рис. 9.8* представлено два измерения. Одним из них является номинальная цена жилых домов, а другим — цена с поправкой на инфляцию. На протяжении многих десятилетий цена жилых домов в США шагала в ногу с инфляцией (с поправкой на такие улучшения качества жилья, как центральное отопление и кондиционирование воздуха). Затем, приблизительно с середины 1990-х годов, в некоторых частях страны цены на жилье (и, соответственно, реальная доходность недвижимости) начали неуклонно расти. В Калифорнии, Аризоне, Неваде, Флориде и некоторых других регионах это повышение превратилось в спекулятивный «мыльный пузырь». Покупательская лихорадка достигла своего пика в 2006 г., после чего цены резко пошли вниз, потянув за собою остальные сектора экономики. В момент написания этой книги цены постепенно приближаются к своему долгосрочному уровню (с поправкой на инфляцию).

#### **РИСУНОК 9.8**

---

Сравнение индекса цен на жилье с индексом потребительских цен

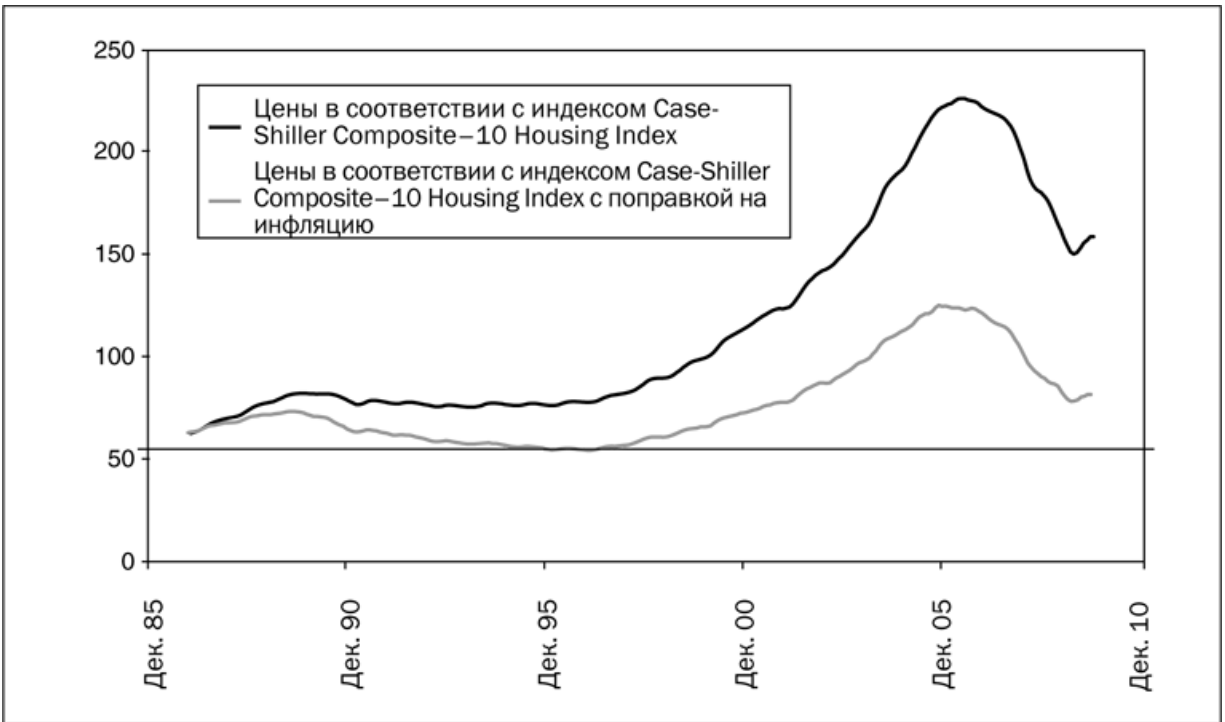
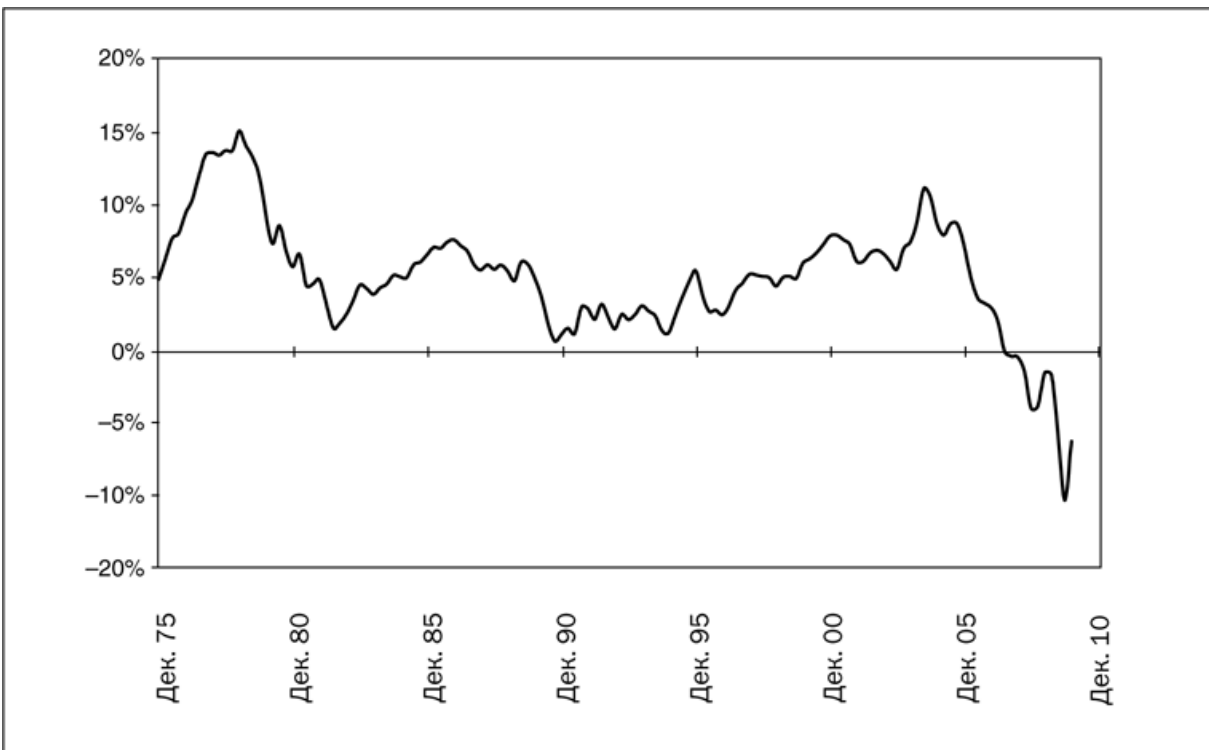


Диаграмма на рис. 9.9 демонстрирует изменение цен на жилье в годовом исчислении. На ней есть несколько точек, представляющих особый интерес. В период повышенной инфляции (конца 70-х — начала 80-х годов прошлого века) темпы роста цен на жилье выражались двузначными величинами. В начале 1990-х годов рецессия и война в Персидском заливе привели к тому, что цены на жилье изменились весьма незначительно. В период 1995–2006 гг. цены на жилье росли неуклонно, а затем наступление неблагоприятной ситуации в сфере жилья привело к резкому снижению цен, которое началось в 2008 г. и продолжилось в 2009 г.

Ретроспективная ситуация с ценами на жилье в период 2000–2005 гг. представляет особый интерес. Цены на жилье продолжали повышаться в течение трудного периода в экономике США. В этот период темпы повышения цен на жилье составляли 4–7% в год. Это повышение происходило несмотря на неблагоприятную ситуацию на фондовом рынке, экономическую рецессию, трагические события 11 сентября 2001 г. и две войны, которые в этот период вели США.

**РИСУНОК 9.9**

Индекс цен на жилье: изменение цен на жилье в США в годовом исчислении (1974–2009 гг.)



Для повышения цен на жилье в период 2000–2003 гг. было три основных причины. Во-первых, после краха фондового рынка люди хотели вложить свои деньги во что-то осязаемое — нечто такое, что можно было бы увидеть собственными глазами и потрогать руками, например в недвижимость. Во-вторых, ипотечные компании предлагали рекордно низкие процентные ставки наряду с новыми ипотечными продуктами, которые требовали внесения лишь небольшой суммы наличными. В-третьих, правительство США позаботилось о создании стимулов для покупателей в форме «облегченных» правил участия в ипотечных программах и весомых налоговых льгот. На *рис. 9.10* отражены процентные ставки по ипотечным займам за 30-летний период по данным Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC).

Когда в 2005 г. я готовил к публикации 1-е издание этой книги, я писал, что рост цен на жилье приближается к своему пику. В то время я прогнозировал, что в некоторых регионах страны цены на жилье начнут постепенно снижаться. Едва ли не единственный раз за свою



профессиональную карьеру я оказался прав относительно направления движения рынка в ближайшей перспективе, хотя и ошибся в своем прогнозе по поводу того, что это снижение цен окажется постепенным. В период 2007–2009 гг. цены на жилье стремительно снижались, а количество случаев потери права выкупа заложенного имущества, напротив, стремительно росло. В результате у многих финансовых институтов остался большой объем неликвидного недвижимого имущества, которое они, с одной стороны, не хотели, а с другой стороны, и не могли продать, а это, в свою очередь, повлекло за собой глобальную рецессию.

Я полагаю, что цены на жилье в конечном счете снизятся до того уровня, до которого они должны снизиться, и «мыльный пузырь» (со всеми его неприятными последствиями) нам не грозит. Лично я не побоялся бы купить жилье по ценам 2010 г.

#### РИСУНОК 9.10

Процентные ставки по ипотеке за 30-летний период по данным FHLMC



Исходя из практических соображений по поводу собственного капитала, вас как владельца дома, в котором вы проживаете, следует

исключить из распределения активов в вашем инвестиционном портфеле. Основная цель покупки жилого дома заключается в том, чтобы обеспечить себе место для проживания. Любое изменение стоимости этого имущества после выплаты налогов, процентов и с учетом инфляции не имеет практически никакого отношения к его основной функции, которой является предоставление вам места проживания. Попытавшись включить свое жилье в ту часть распределения активов в своем инвестиционном портфеле, которая отведена под недвижимость, вы лишь создадите себе ряд проблем, поскольку вам никогда не будет известна истинная рыночная стоимость вашего дома и вы никогда не сможете заново сбалансировать свой собственный капитал как домовладельца по отношению к другим активам.

## ПЕРЕЧЕНЬ REIT ДЛЯ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

В *табл. 9.3* приведен частичный перечень низкозатратных фондов, которые могут быть возможными кандидатами для вашего распределения REIT.

**ТАБЛИЦА 9.3**

Низкозатратные взаимные фонды REIT

Индексные фонды имущественных REIT	Тикер	Базовый индекс
Vanguard REIT Index Fund*	VGSIX	Morgan Stanley REIT Index
iShares Dow Jones U.S. REIT	IYR	Dow Jones U.S. REIT Index
SPDR Wilshire REIT	RWR	Wilshire REIT Index

\* Тикером Vanguard REIT ETF является VNQ.

## ВЫВОДЫ

Добавление классов активов, которые характеризуются низкой или переменной корреляцией с инвестиционным портфелем, позволяет снизить совокупный портфельный риск и повысить долгосрочную доходность. Недвижимость является одним из немногих классов активов, которые характеризуются низкой корреляцией с облигациями и переменной корреляцией с акциями. Хорошо диверсифицированный портфель, включающий инвестиции в недвижимость наряду с акциями и облигациями, как правило, обеспечивает более высокую доходность

по сравнению с портфелем, не включающим инвестиции в недвижимость.

Существует много способов инвестирования на рынке коммерческой недвижимости, однако использование имущественных REIT является самым ликвидным и удобным способом инвестирования. Имущественные REIT представляют собой портфели, включающие квартиры в многоквартирных домах, гостиницы, торговые центры, промышленные здания и прочее недвижимое имущество, сдаваемое в аренду, и обращаются на фондовой бирже. Существует несколько низкозатратных индексных фондов REIT, которые могут обеспечить вам непосредственную диверсификацию по всему рынку REIT.

Помимо инвестирования в коммерческую недвижимость вы можете превратить в инвестицию свое собственное жилье. Традиционно цены на жилье растут в соответствии с темпами инфляции, а в период снижения процентных ставок цены на жилье даже опережают темпы инфляции. Будьте особенно внимательны, выбирая для себя место проживания. В каждом крупном и среднем городе есть районы, жилье в которых ценится дороже, чем в других районах, а в стране в целом есть регионы, где цены на жилье невысоки только потому, что эти регионы бесперспективны с точки зрения создания новых рабочих мест.

# Альтернативные инвестиционные инструменты

### КЛЮЧЕВЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

- Альтернативные классы активов охватывают активы, отличные от акций и облигаций.
- Многие из альтернативных классов активов малоприспособлены для инвестирования.
- Отсутствие ликвидности и высокие издержки зачастую затмевают любые преимущества альтернативных классов активов.
- В настоящее время имеется ряд взаимных фондов и ETF, которые не требуют высоких затрат со стороны инвестора.

Современная портфельная теория не ограничивается только акциями, облигациями и недвижимостью. В последнее время альтернативные классы активов играют все более важную роль в формировании инвестиционного портфеля. Альтернативные классы активов включают инвестиции в товары, предметы коллекционирования и хедж-фонды.

Кое-кто утверждает, что преимущество включения альтернативных классов активов в инвестиционный портфель заключается в том, что такие активы, как правило, слабо коррелируют с традиционными инвестициями в акции и облигации. По этой причине некоторые утверждают, что наличие альтернативных классов активов в портфеле может снизить общий риск по портфелю и повысить долгосрочную доходность. Лично я сомневаюсь в этом.

Акции и облигации созданы для инвестирования; что же касается товаров, то они созданы для спекуляций. Товары включают физические активы и фьючерсные контракты, которые отслеживают цену разных товаров, начиная с пшеницы и заканчивая золотом и свининой. Они не относятся к активам роста. Сегодняшняя тонна меди

и через 10 лет, и через 100 лет останется тонной меди, и на тонну меди не выплачиваются ни дивиденды, ни проценты.

Сама по себе волатильность цен не генерирует доходность (с поправкой на инфляцию) от инвестиции. Денежный поток — вот что приводит к повышению реальной доходности. Рост доходности корпоративных акций, который обуславливает выплату дивидендов в денежной форме, процентный доход, арендная плата за недвижимость, а также стоимость предметов коллекционирования (например, редких монет), определяющаяся их уникальностью или редкостью, — вот то, что создает реальное богатство. Цены на товары могут повышаться и снижаться, следуя за волатильностью акций, но они не обеспечивают доходности акций, поскольку они не в состоянии создавать денежный доход.

Чтобы зарабатывать деньги на товарах, нужно уловить ценовой тренд. Вы сможете зарабатывать деньги на товарах, если входите в число тех немногих людей в мире, которые располагают эксклюзивной информацией о будущих трендах спроса и предложения, а затем конвертируете это эксклюзивное знание в грамотно проведенные торговые операции, либо если вам просто повезет и вы правильно угадаете будущие цены на те или иные товары. Но никакие сведения об альтернативном инвестировании не будут полными без обсуждения хедж-фондов.

Хедж-фонды — это частные, как правило, нерегулируемые инвестиционные счета для квалифицированных инвесторов. Хедж-фонды не являются особым классом активов. Хедж-фонды — это объединенные инвестиционные механизмы, организованные и администрируемые в частном порядке профессиональными управляющими активами. Принципиальная особенность хедж-фонда заключается в том, что управляющему такого фонда предоставляется полная свобода инвестирования капитала. Хедж-фонд может держать крупную, концентрированную позицию в акциях; может произвольно использовать маржинальные займы; может использовать фьючерсы, опционы, свопы и прочие производные финансовые инструменты; наконец, он может осуществлять короткие продажи.

В период 2000–2008 гг., когда доходность акций резко снизилась, среди инвесторов началось повальное увлечение хедж-фондами.

Особенно это относится к рынкам с высоким собственным капиталом, на которых инвесторам требуется доступ к определенным возможностям хедж-фондов.

Хедж-фонды чрезвычайно дороги. Если такой фонд получает прибыль, то бо́льшая часть прибыли достается управляющему в качестве бонуса к его постоянной комиссии за управление. Эти фонды также неликвидны, причем в случае многих фондов требуются месяцы или даже годы, прежде чем вы сможете забрать свои деньги. Наконец, высококвалифицированные управляющие хедж-фондов отнюдь не заинтересованы в том, чтобы возиться с мелкими инвесторами: вы ни за что не получите доступа к их фонду, если не располагаете несколькими миллионами. Хедж-фонды, доступные людям со средним достатком, и хедж-фонды для мультимиллиардеров — это совершенно разные фонды.

Остерегайтесь чересчур высокой платы за доступ, если уж вы решили использовать альтернативные активы. Стоимость инвестирования в товары и хедж-фонды может быстро перевесить любые диверсификационные выгоды. Хорошее правило для всех альтернативных инвестиций таково: не уверен — воздержись.

## **ТОВАРЫ**

Товары — это обычные продукты, которые люди используют в своей повседневной жизни, например продукты питания, основные материалы и энергоносители. К числу продуктов питания относятся сахар, кукуруза, овес; к числу базовых материалов относятся, в частности, металлы (например, сталь и алюминий); к числу энергоносителей относятся сырая нефть, природный газ и электричество. В совокупности эти ресурсы составляют глобальный рынок товаров.

Глобальный рынок товаров обширен и глубок. Поскольку товары добываются из земных недр, производятся или выращиваются практически во всех странах мира, существуют сотни глобальных рынков товаров. Торговля товарами в глобальном масштабе осуществляется круглосуточно и практически без выходных. Если вы хотите купить, например, унцию золота в 22:00, то эту покупку можно осуществить посредством любого крупного товарного брокера. Если

вы хотите продать нефть, например, в 3 часа утра, то у вас также не возникнет с этим проблем.

Возьмите любой выпуск журнала The Wall Street Journal и откройте раздел Money and Investing («Деньги и инвестиции»); там вы найдете частичный перечень товаров, торгуемых на биржах США. В The Wall Street Journal указываются как *спотовые*, так и *фьючерсные* цены. Спотовая цена (спот-цена) — это цена, по которой соответствующий физический товар можно купить или продать сегодня, тогда как фьючерсная цена представляет собой сумму, на которую заключается контракт в связи с поставкой определенного количества физического товара в какой-то момент в будущем.

Вообще говоря, товары делятся на определенные группы...

- Энергоносители: сырая нефть, топливо коммунально-бытового назначения, природный газ, электричество.
- Промышленные товары: медь, сталь, хлопок.
- Благородные металлы: золото, платина, серебро.
- Домашний скот: крупный рогатый скот, мясная порода свиней.
- Зерно и семена масличных культур: кукуруза, соевые бобы, пшеница.
- «Мягкие» товары: какао, кофе, апельсиновый сок, сахар.

По определению товар предполагает его изобилие: товар имеется в изобилии или его без труда можно вырастить, добыть из земных недр или выкачать из нефтяной или газовой скважины. Несмотря на возникающий время от времени дефицит, который приводит к временным скачкам цен, этот дефицит, как правило, устраняется. Если цены на пшеницу повышаются из-за повышения спроса, то в следующем сезоне фермеры постараются вырастить больше пшеницы. Если дефицит стали приводит к повышению цен, производители постараются выплавить больше стали. Если возникает дефицит нефти, нефтедобывающие компании выкачают больше нефти или постараются разведать новые месторождения, а другие энергетические компании попытаются изыскать и предложить на рынке альтернативные источники энергии. К тому же рост цен на тот или иной товар приводит к появлению на рынке новых конкурентов со всего мира.

Если цена какого-либо товара остается высокой в течение достаточно продолжительного времени, то, как правило, предпринимаются попытки изыскать более дешевые заменители этого товара. Если, например, цена бензина долгое время остается высокой, то автомобильные концерны направляют дополнительные средства на исследования и разработку электромобилей и альтернативных видов топлива, таких как водород и природный газ. Пользователям и производителям может потребоваться несколько лет, чтобы решить проблему высоких цен на энергоносители, но в конечном счете предложение придет в соответствие со спросом, и цена на энергоносители снизится.

Если цены на кукурузу поднимаются из-за повышения спроса со стороны производителей этанола, то в следующем сезоне фермеры постараются вырастить больше кукурузы и будут продолжать выращивать больше кукурузы до тех пор, пока предложение не превысит спрос и цены на кукурузу не начнут снижаться. Повысится производство заменителей фуражной кукурузы, используемой на корм крупному рогатому скоту, будет найден и подходящий заменитель кукурузы для производства этанола. Если строительный бум порождает дефицит стали, цены на сталь повысятся, производители начнут добывать больше железной руды, сталеплавильные мини-заводы будут перерабатывать больше металлолома, а по всему миру начнут появляться новые производители стали; в конечном счете строительный бум закончится, а цены на сталь пойдут на убыль. Когда цена какого-либо товара оказывается достаточно высокой, чтобы его производители могли получать хорошую прибыль, производство этого товара увеличивается как текущими поставщиками, так и новыми конкурентами, обеспечивая таким образом большее предложение этого товара.

Подобный цикл выравнивания спроса и предложения срабатывает даже в случае драгметаллов, таких как золото. Хотя не всегда возможно разведать новые месторождения золота и приступить к их разработке, новые методы извлечения золота в ходе текущего производства могут повысить предложение данного драгметалла на рынке. К тому же, если цены достаточно высоки, то повышение продажи государством и крупными учреждениями может существенно



повысить предложение на рынке и быстро сбить цены. Наконец, когда предложение золота превышает спрос, его цена возвращается к экономически обоснованному, «справедливому» значению. Именно такой сценарий имел место в 2010 г., во время моей работы над этой книгой.

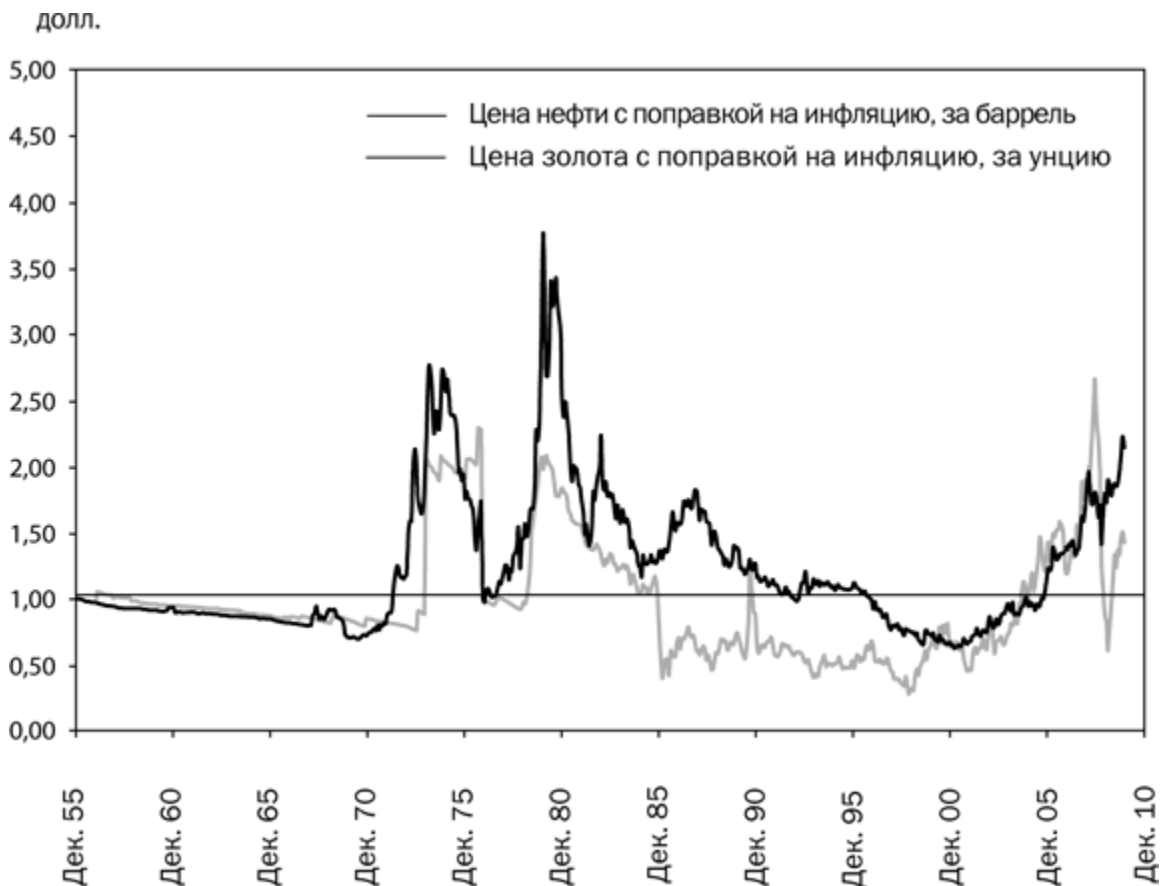
Чтобы новое предложение пришло в соответствие с изменившимся спросом, может понадобиться несколько лет. Начальные затраты высоки, а разведывание новых ресурсов может занять немало времени. Скачки цен, как правило, невыгодны для долговременных производителей товаров, поскольку чаще всего приводят к перепроизводству, что, в свою очередь, ведет к быстрому снижению цен и потенциальным операционным убыткам. Уж такова переменчивая природа бизнеса.

На *рис. 10.1* представлен график роста цен золота и нефти с поправкой на уровень инфляции начиная с 1955 г. (рост цен начинается с 1 долл.). За рассматриваемый период было отмечено несколько скачков цены на золото и нефть, но со временем эти скачки, как правило, возвращались к уровню инфляции, причем сначала обычно восстанавливалась цена нефти, а уже затем восстанавливалась цена золота.

#### **РИСУНОК 10.1**

---

Цены на нефть и золото с поправкой на инфляцию



Цены на нефть меняются очень часто, что объясняется постоянными изменениями в глобальных оценках спроса и предложения. Эти изменения отражаются в цене, которую мы платим за бензин. В последние годы ценовая неопределенность и, следовательно, волатильность цен повысились в результате увеличения спроса на нефть со стороны развивающихся рынков таких стран, как Китай и Индия.

Тем не менее для цены на нефть характерен цикл сменяющих друг друга взлетов и падений. Из данных, представленных на *рис. 10.1*, следует, что самый высокий взлет цены на нефть случился в 1981 г., когда ее уровень (с поправкой на инфляцию) достиг рекордной отметки.

Мы располагаем сведениями о цене на золото тысячу и более лет тому назад. Эти данные свидетельствуют, что золото и инфляция — по сути, явления одного порядка. Бывали моменты, когда цена на золото стремительно взлетала вверх, после чего столь же стремительно

падала, но эти колебания взаимно уничтожали друг друга. Золото является средством хранения накопленного богатства; этим средством люди пользуются для своих сбережений в периоды неблагоприятной экономической ситуации и продают его, когда деньги можно зарабатывать с помощью других активов. Цены быстро взлетают вверх, а затем почти столь же стремительно падают, хотя после очередного экономического кризиса на это уходит несколько больше времени. Вообще же говоря, чем дольше тянется глобальный экономический рост, тем больше снижаются цены на золото.

### **Старейший товарный индекс**

Товарные рынки гораздо старше, чем рынки акций. Цены на некоторые товары начали устанавливаться еще тысячи лет тому назад. Данные, формируемые индексом бюро исследования товарных рынков (CRB, Commodity Research Bureau) и используемые в этой главе, впервые появились более 70 лет тому назад.

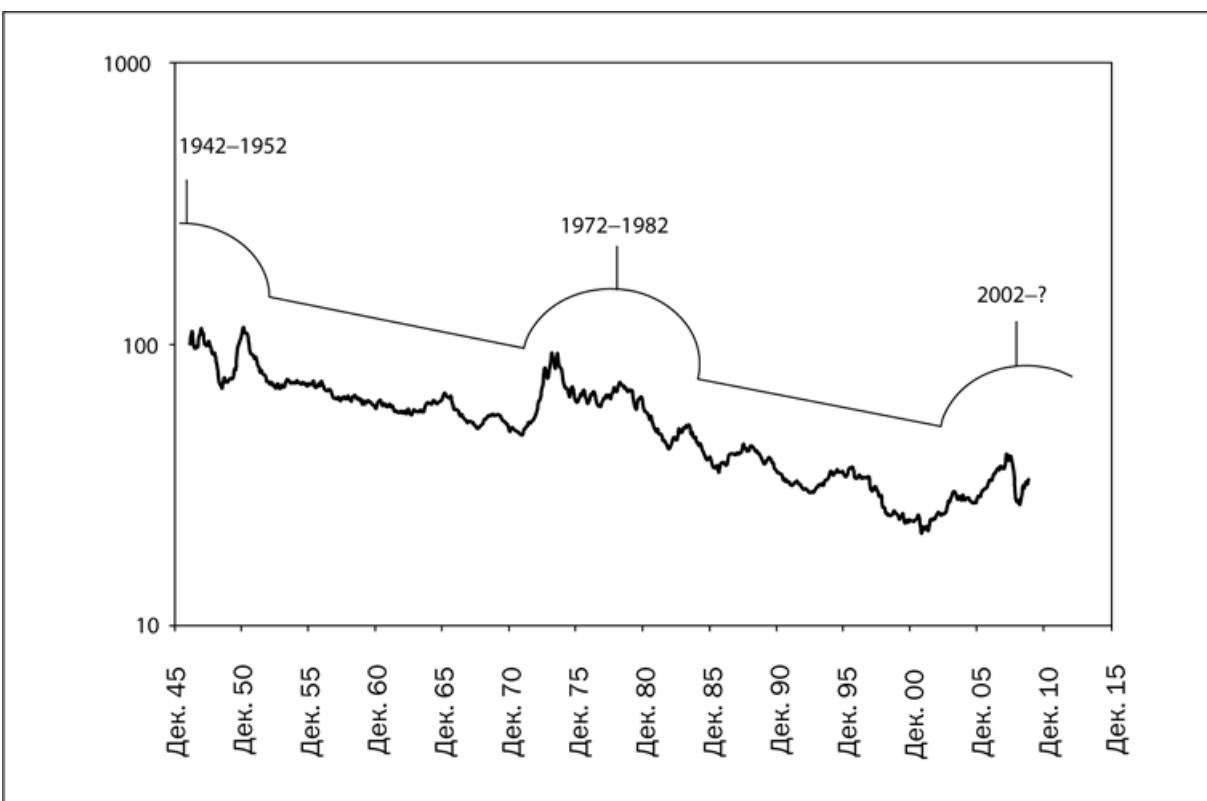
Бюро трудовой статистики начало проводить вычисления ежедневного индекса цен на товары в 1934 г. Со временем это стало индексом цен спотового рынка (спот-рынка) CRB — комплексным показателем динамики цен по 22 активно торгуемым товарам. В число этих товаров входят какао-бобы, кукуруза, крупный рогатый скот, сахар, пшеница, мешковина, медный скрап, хлопок, свинцовый скрап, набивная ткань (ткань, покрытая рисунком, напоминающим пятнышки или крапинки), резина, стальной скрап, шерстяная нить для пряжи, сливочное масло, кожсырье, свинина, свиное сало, канифоль, жир (для свечей, мыла), олово, цинк и базовые энергоносители. Поначалу цены, используемые для создания этого индекса, получали из отраслевых изданий и от органов государственного управления. В наши дни каждый легко может узнать цены посредством электронных бирж.

Существуют также многочисленные композитные индексы, которые отслеживают цены на все товары. Некоторые из них являются относительно новыми, другие же насчитывают много лет. Энергоносители, как правило, доминируют на товарных рынках по своим объемам; на долю энергоносителей приходится около 80% стоимости всех торгуемых товаров. Следовательно, в индексах, взвешенных по капитализации, доминируют цены на энергоносители.

Индекс CRB представляет собой равновзвешенный индекс. Это означает, что динамика цен на хлопок оказывает на этот индекс такое же влияние, как динамика цен на нефть. Равновзвешенность дает нам более адекватную картину того, как ведет себя средняя цена на товар независимо от его влияния на экономику. На *рис. 10.2* графически представлена (начиная с 1947 г.) история спот-индекса CRB с поправкой на инфляцию.

### РИСУНОК 10.2

Спот-цены на товары CRB с поправкой на инфляцию; в качестве базового значения в 1947 г. принята отметка, равная 100



За последние 63 года цена всех товаров с поправкой на инфляцию значительно снизилась. Ежегодное снижение (с поправкой на инфляцию) составляло около 1% и явилось результатом воздействия многих факторов: роста производительности труда за счет внедрения новых технологий и инноваций, возросшей зарубежной конкуренции, заменителей для товаров, оплачиваемых государством, а также регулирования цен и тарифов, применяемых государством.

Кому-то кажется, что наш мир обречен на рост цен на товары, и в будущем нам также этого не избежать. Однако картина изменения цен, представленная на *рис. 10.2*, показывает, что товарный бум, как правило, случается примерно в каждом поколении людей, причем три последних периода бума начинались в точности через каждые 30 лет. Затем цены падают до более низкого уровня (с поправкой на инфляцию в конце каждого бума).

### **Форвардные контракты**

Спотовая торговля физическими товарами лишена практического смысла для большинства инвесторов. Инвестирование в зерно невозможно, если вы не располагаете зернохранилищем, где могли бы хранить, например, 10 000 бушелей зерна. Покупать нефть на спот-рынке инвесторам нет смысла, если только они не располагают нефтяным резервуаром для хранения 1000 галлонов сырой нефти. Есть буквально несколько исключений из этого правила. Физическим золотом и другими драгоценными металлами сейчас можно торговать как ETF.

Большинство инвесторов торгует товарными фьючерсами, а не физическими товарами. Товарные фьючерсы — это бумажные контракты, которые гарантируют право владения товаром с определенного момента в будущем. Фьючерсные контракты базируются на цене будущей поставки, а не на текущей спот-цене. Этими контрактами можно торговать как акциями на фьючерсной бирже.

Товарные фьючерсы представляют собой обязательство купить соответствующий товар через несколько месяцев, основываясь на цене, о которой покупатель и продавец договариваются сегодня. Контракт представляет собой стандартизованное соглашение о покупке или продаже определенного типа и количества товара в определенный момент времени в будущем и по определенной цене. В качестве обеспечения фьючерсного контракта используется достаточно небольшая сумма, а это предоставляет инвесторам довольно внушительный кредитный рычаг.

### **Вычисление фьючерсных цен**

Фьючерсные цены могут существенно отличаться от спотовых цен. Вычисление фьючерсной цены начинается с текущей спотовой цены, а затем вносятся поправки на ряд факторов, к числу которых могут относиться сезонные колебания спроса и предложения, затраты по займу, затраты на хранение и прочие затраты на поддержание инвестиционной позиции. Если фьючерсные цены находятся на более высоком уровне, чем текущая спотовая цена, то такой вариант называется *контанго* (надбавка к цене, взимаемая продавцом за отсрочку расчета по фондовой сделке). Когда же фьючерсные цены торгуются ниже, чем спотовые цены, то такой вариант называется *бэквордацией* (скидка с цены за поставку товара в более близкие сроки).

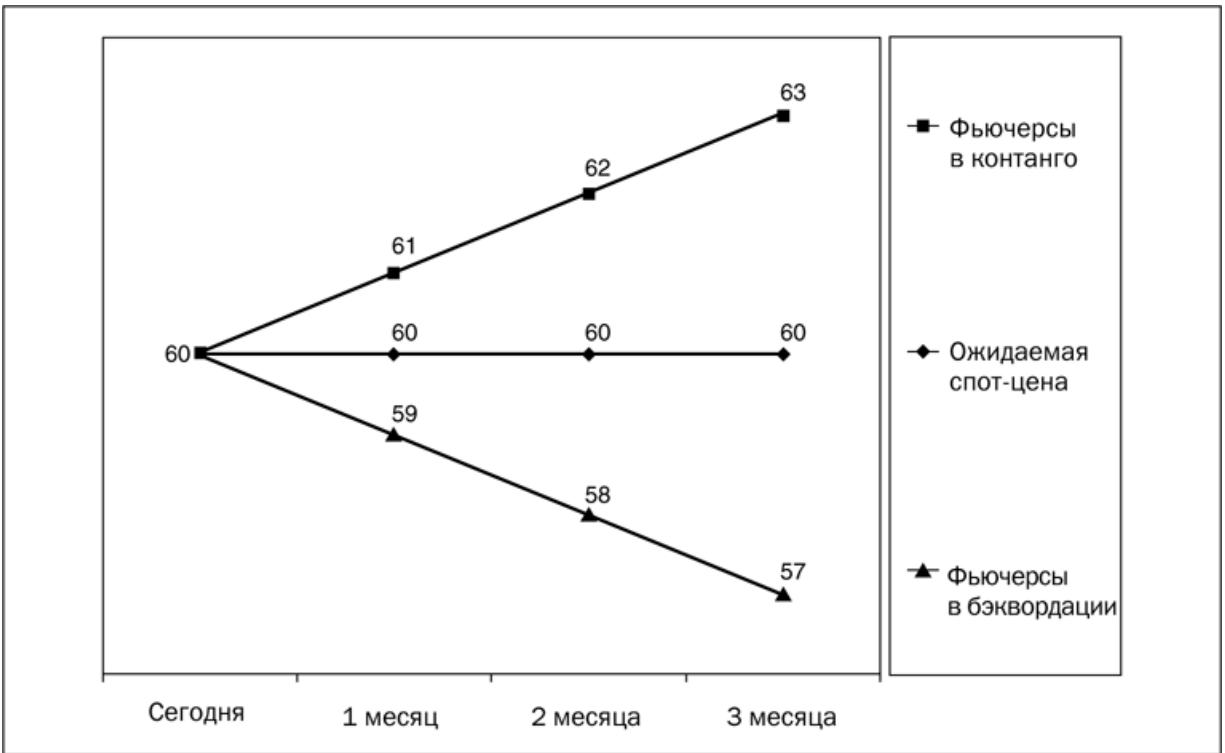
На *рис. 10.3* представлен пример рынка нефтяных фьючерсов в контанго и бэквордации. Он основывается на ожидаемой спотовой цене на нефть в размере 60 долл. за баррель.

Вопрос доходности товарных фьючерсов дебатировался уже достаточно давно. Авторы некоторых исследований утверждают, что эта доходность соизмерима с доходностью акций, хотя долгосрочный спотовый рынок еще не достиг такой доходности. Авторы других исследований показывают, что доходность фьючерсов, как правило, оказывается ближе к темпам инфляции. Такие расхождения обусловлены особенностями периодов, рассматриваемых в разных исследованиях, авторством этих исследований и конкретными причинами их проведения. Многие исследования, которые демонстрируют необычайно высокую доходность инвестиций в товары, были выполнены людьми, лично заинтересованными в популяризации такого рода инвестиций. Исследования, выполненные незаинтересованными лицами, демонстрируют гораздо более низкие показатели доходности.

### **РИСУНОК 10.3**

---

Цены нефтяных фьючерсов в контанго и бэквордации



Было бы логичным предположить, что если товарные фьючерсы половину своего времени проводят в контанго, а другую половину времени — в бэквордации, то покупка товара или фьючерсов не обеспечивает никакого преимущества. Совокупная доходность должна быть одинаковой и в случае покупки физического актива (и его последующего хранения), и в случае покупки фьючерсного контракта, и в случае инвестирования в краткосрочные казначейские векселя. Именно так и происходит на практике (к этому вопросу мы вернемся позже).

Взаимные фонды и биржевые фонды, которые инвестируют во фьючерсы, должны переносить контракты с одного месяца на следующий, чтобы избежать появления на пороге компании тысяч галлонов нефти в момент истечения соответствующих фьючерсов. Доходность свертывания может быть положительной или отрицательной в зависимости от соотношения между фьючерсными ценами следующего месяца и ближайшими фьючерсными ценами. В несколько упрощенном виде дело обстоит так: если соответствующий товар находится в бэквордации, то контракт второго месяца оказывается менее дорогостоящим, чем контракт первого месяца, и

покупатели могут заработать на этом. Если же соответствующий товар находится в контанго, то контракт второго месяца оказывается более дорогостоящим, чем контракт первого месяца, и покупатели оказываются в убытке.

Многие годы покупатели фьючерсных контрактов на энергоносители зарабатывали на нефтяном рынке, пребывающем в бэквордации. Согласно данным, полученным от Barclays Capital, нефть пребывала в состоянии бэквордации около 57% времени в период 1983–2007 гг. Однако доход, полученный за это время, превратился в убытки в 2006 г., когда нефтяной рынок перешел в контанго. Это нанесло ущерб инвесторам в ETF. The United States Oil Fund (тикер USO) был первым ETF сырой нефти на рынке США. Торги USO начались 10 апреля 2006 г. с цены в 68,25 долл., которая в то время приблизительно соответствовала цене барреля нефти. Через год этот фонд закрылся с ценой на уровне 52,01 долл. Таким образом, снижение цены составило 23,8%. Однако в тот же период эталонная цена сырой нефти в США снизилась лишь на вполне умеренные 6,5%. Бо́льшая часть дополнительного убытка в USO представляла собой убыток, ставший следствием отрицательной скользящей доходности от рынка нефтяных фьючерсов, который перешел в состояние контанго.

### **Торговля фьючерсными контрактами**

Фьючерсный контракт представляет собой соглашение о покупке или продаже заранее оговоренного количества товара в определенный момент в будущем и по заранее оговоренной цене. Фьючерсы являются частью класса ценных бумаг, называемых *производными ценными бумагами*, или *деривативами*; их называют так потому, что их стоимость является производной от стоимости базового актива. В случае с товарными фьючерсами цена контракта определяется частично текущей спотовой ценой соответствующего товара, а частично — прогнозируемой спотовой ценой на будущую дату поставки.

Фьючерсный контракт можно представить себе просто как отсроченную покупку того или иного товара, который резервируется за покупателем. Как покупатель вы соглашаетесь уплатить цену стандартизованного контракта на поставку товара и определенную



сумму за его резервирование, известную как гарантийное обеспечение. Расчет по контракту производится на день поставки товара. Любой контракт представляет собой обязательство, поэтому его условия должны исполняться как покупателем, так и продавцом. Однако вы не обязаны принимать поставляемый вам товар. Вы имеете право продать контракт в любой момент до наступления даты поставки и таким образом закрыть свою позицию.

В стандартизованном фьючерсном контракте на какой-либо товар оговаривается объем и дата поставки. Такой контракт торгуется на какой-либо бирже фьючерсов и подтверждается стандартным платежом за резервирование, известным как *гарантийное обеспечение*. Обычно гарантийное обеспечение составляет 2–7% от стоимости контракта (в зависимости от того, о каком именно товаре идет речь в контракте). Эти деньги находятся на условном депонировании (на хранении у третьего лица) до истечения срока действия контракта.

Ниже приведен пример того, как может использоваться фьючерсный контракт на товар. Допустим, что некий нефтеперерабатывающий завод хочет зафиксировать на 3 месяца вперед цену, которую он платит за сырую нефть. Этот нефтеперерабатывающий завод просто покупает фьючерс на поставку сырой нефти через 3 месяца и вносит небольшую сумму гарантийного обеспечения. Теперь руководству завода известна цена, которую им придется заплатить за сырую нефть через 3 месяца, и они могут предусмотреть соответствующую сумму в своем бюджете. Точно так же производители нефти могут продавать фьючерсы на нефть, которая должна быть поставлена через 3 месяца, хотя на данный момент этой нефти у них нет. Это позволяет производителям нефти заранее знать, какую цену они получают за нефть, которую они продадут через 3 месяца; кроме того, это дает им возможность заранее знать, какой объем нефти им нужно произвести.

Цена фьючерсного контракта зависит от многих факторов. Самым важным фактором является спотовая цена данного товара. Обычно ближний фьючерсный контракт оценивается очень близко к спотовой цене. К другим факторам, влияющим на цену, относятся перспективы предложения и спроса, стоимость хранения до даты поставки товара, а также уровень процентных ставок между текущей датой и датой

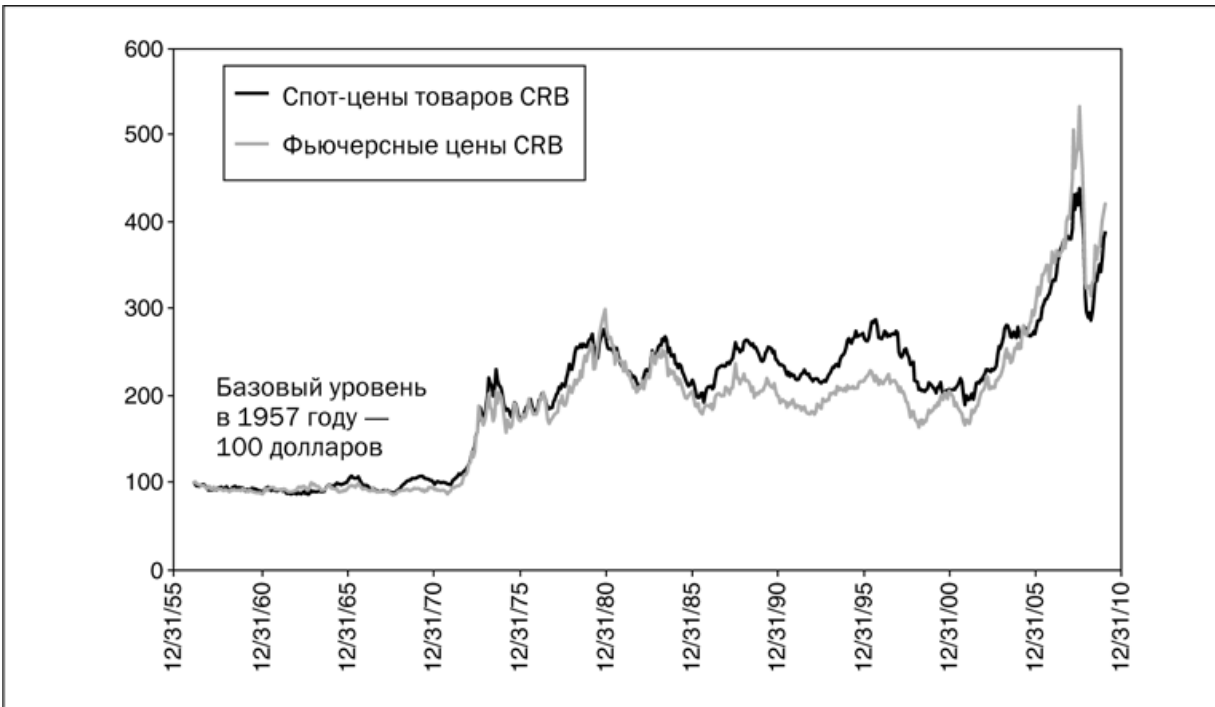
поставки товара. Иногда фьючерсная цена контракта на поставку товара бывает выше спотовой цены, в других случаях — ниже нее. Это зависит от согласованности прогноза цен. *Рис. 10.4* иллюстрирует историческую разницу в ценах между спотовыми ценами CRB и одномесячными фьючерсными ценами CRB.

Интересно отметить, что в 1990-е годы цены фьючерсов на ближнюю поставку существенно отставали от спотовых цен на соответствующие товары. В то десятилетие покупатели фьючерсов прогнозировали снижение затрат на сырье вследствие роста производительности и нарастания конкуренции со стороны зарубежных компаний, которая вела к снижению цен. Нижняя точка цен товарных фьючерсов по отношению к их спотовым ценам была достигнута в конце 1990-х годов. В прошлом десятилетии фьючерсные цены повышались. В результате спред между спотовыми и фьючерсными ценами практически исчез. На какое-то время спрос на продукты, связанные с фьючерсами, так вырос, что доходность фьючерсов оказалась выше доходности от спотовых цен. Это стало причиной разовой сверхдоходности инвесторов фьючерсного рынка, которая постепенно сошла на нет.

#### **РИСУНОК 10.4**

---

Сравнение спотовых цен товаров CRB с ценами ближнесрочных фьючерсных контрактов



### Индексы совокупной доходности товаров

Индекс совокупной доходности товаров CRB, представленный на *рис. 10.5*, требует некоторых пояснений. Этот индекс предназначен для воспроизведения доходности корзины инвестиционно привлекательных товаров, в которые невозможно инвестировать напрямую. Таким образом, способ вычисления данного индекса сочетает в себе движение цен на товары и разницу в ценах между старыми фьючерсными контрактами, срок действия которых истекает, и новыми фьючерсными ценами на день, когда эти контракты переходят на следующий месяц, плюс доход от казначейских облигаций.

#### РИСУНОК 10.5

Индекс совокупной доходности фьючерсов CRB, если за основу берется доходность казначейских облигаций на денежную составляющую



Как вы, наверное, помните, для покупки фьючерсного контракта требуется гарантийное обеспечение, составляющее около 5% от стоимости товара, который представляет контракт. Например, фьючерсный контракт на поставку золота по цене в 4000 долл. через 1 месяц может потребовать 5%-ного гарантийного обеспечения, то есть 200 долл., что соответствует проценту денежного рынка. Если предположить, что вы располагаете требуемой суммой (4000 долл.), то на вашем счете остается 3800 долл., которые можно инвестировать во что-либо другое, пока вы ожидаете поставку золота. Совокупная доходность вашей инвестиции продолжительностью в 1 месяц равняется изменению цены на фьючерсный контракт, связанный с поставкой золота, плюс процент на остальные 95% капитала, остающиеся на вашем счете. Если вы перенесете этот контракт на следующий месяц, то возникнет еще один доход (или убыток), основанный на разнице между ближними фьючерсными ценами и одномесячными фьючерсными ценами.

Индекс совокупной доходности товаров включает изменение цены товара, разницу цен между ближним и одномесячным фьючерсными контрактами, а также процентный доход, полученный в совокупности

на денежную составляющую счета и гарантийное обеспечение. При расчете индексов совокупной доходности предполагается, что упомянутая 95%-ная денежная составляющая будет инвестирована в покупку казначейских векселей. При построении диаграммы на *рис. 10.5* показатели одномесячной доходности увязывались между собой на протяжении достаточно продолжительного периода времени. Как нетрудно заметить из представленных данных, казначейские векселя приносят очень низкий доход (или вообще никакого дохода), если вам не удастся правильно выбрать моменты для покупки и продажи товаров.

### **Товары в портфеле**

Привлекательность товарных фондов для инвесторов объясняется их низкой корреляцией с акциями и облигациями. Это означает, что ухудшение ситуации на традиционных рынках ценных бумаг не оказывает влияния на цены товаров. Диаграмма на *рис. 10.6* иллюстрирует корреляцию между индексом совокупной доходности CRB, акциями компаний США и казначейскими облигациями. Индексы совокупной доходности товаров, вообще говоря, слабо коррелированы с акциями и облигациями, и это обстоятельство должно делать их хорошим диверсификатором в портфеле. Но есть проблемы. Одна из них заключается в низкой долгосрочной доходности товаров, а другой проблемой является тенденция к высокой корреляции с акциями, когда происходит резкое падение цены акций.

Графики на *рис. 10.5* и *10.6* представляют дилемму, с которой сталкиваются инвесторы. Индексы совокупной доходности товаров временами демонстрируют низкую корреляцию с другими классами активов, *но им также исторически присуща низкая доходность*. В то время как низкая корреляция является замечательным свойством для любого класса активов (с точки зрения снижения риска), *саму по себе низкую корреляцию на хлеб не намажешь*. Кроме того, эта корреляция может очень быстро превратиться в положительную, причем именно в те периоды, когда вам меньше всего хотелось бы этого. Когда цена акций резко падает, цена товаров также может снижаться — именно это и случилось в 2008 г.

Задача инвестирования заключается в том, чтобы достичь определенной долгосрочной финансовой цели. Таким образом, предполагается, что *все* активы в вашем портфеле должны независимо друг от друга обеспечивать реальную доходность, превышающую уровень инфляции. Товары не отвечают этому требованию. Несмотря на высокую волатильность цен на определенные товары, не следует рассчитывать, что на достаточно продолжительном отрезке времени эти товары обеспечат вам боую доходность, чем уровень инфляции. Даже если волатильность вашего портфеля при наличии в нем товарной позиции окажется несколько ниже, вам все же не следует включать этот класс активов в перечень своих инвестиций. Лучше держать свои деньги в акциях и облигациях, которые обеспечат вам реальную доходность.

#### РИСУНОК 10.6

Скользящая 36-месячная корреляция индекса совокупной доходности CRB с акциями компаний США и среднесрочными казначейскими облигациями



**Обязательно ли иметь товары**

Если вы все же настаиваете на включении товаров в перечень своих инвестиций, то особое внимание следует обратить на то, как вы инвестируете. Покупка отдельных фьючерсных контрактов на товары — не самая удачная идея. Отдельные контракты очень рискованны из-за характерного для них большого кредитного плеча. Чтобы обеспечить надлежащую диверсификацию, следует отдавать предпочтение инвестированию в несколько разных контрактов по нескольким разным товарам. Более подходящей альтернативой является инвестирование в товары посредством какого-либо широко диверсифицированного взаимного фонда. Еще один подход заключается в инвестировании посредством взаимного фонда какого-либо из промышленных секторов, включающего компании — производители товаров. Некоторые взаимные фонды с приемлемыми ценами указаны ниже в *табл.10.4*.

Взаимные товарные фонды инвестируют в производные индексов совокупной доходности товаров. Поэтому инвесторы, вкладывающие свои деньги в эти фонды, должны понимать, как формируются товарные индексы. Существует несколько индексов совокупной доходности товаров, конкурирующих между собой. Подобно индексам акций, каждый составитель товарного индекса пользуется собственной методологией для вычисления доходности и имеет свои причины полагать, что именно его система лучше всех остальных систем.

Тремя популярными индексами являются Commodity Research Bureau Index (Reuters-CRB), S&P GSCI (формально — Goldman Sachs Commodity Index) и Dow Jones–UBS Commodity Index (DJ-UBS). Самое важное различие между ними заключается в их подходе к присвоению тех или иных весовых коэффициентов разным группам товаров. Ниже даны примеры.

- Reuters-CRB представляет собой равновзвешенный индекс, включающий стоимость 22 товаров. Равновзвешенность означает, что, например, повышение цены никеля на 1% оказывает такое же влияние на этот индекс, как и повышение на 1% цены сырой нефти.
- S&P GSCI учитывает цены 24 товаров, основываясь на совокупной рыночной стоимости. Поскольку на товарных

рынках доминирует совокупная стоимость нефти, добываемой в глобальном масштабе, методология GSCI приписывает энергоносителям чрезмерный весовой коэффициент. Иными словами, повышение цены сырой нефти на 1% оказывает значительно большее влияние на S&P GSCI, чем повышение на 1% цены никеля.

- DJ-UBS Commodity Index формируется на основе цены 19 товаров. DJ-UBS является также взвешенным по рынку индексом, но с одной важной оговоркой: ни одна из групп товаров в этом индексе не превышает долю в 33% (энергоносители) и ни один из отдельно взятых компонентов этих групп не может превышать 15% (например, сырая нефть). Повторное «взвешивание» и ребалансировка индекса DJ-UBS проводится ежегодно (с ограничениями).

Различия в этих трех подходах к товарным индексам разъясняются данными *табл. 10.1*, указывающими на относительную важность разных групп товаров в каждом из трех индексов.

Несмотря на различия в весовых коэффициентах групп товаров, величины доходности этих трех товарных индексов характеризуются высокой корреляцией между собой и низкой корреляцией с акциями американских компаний и облигациями США. *Табл. 10.2* иллюстрирует эффективность трех выделенных нами популярных методологий за период 2000–2009 гг. Разница в доходности основывается на распределении товарных секторов и инвестиционной стратегии, которая вращается вокруг ребалансировки индексов.

**ТАБЛИЦА 10.1**

Весовые коэффициенты товарных индексов в 2009 г.

Группа товаров	Вес в индексе Reuters-CRB, %	Вес в индексе S&P GSCI, %	Вес в индексе DJ-UBS, %
Энергоносители	18	70	33
Зерно	17	9	21
«Мягкие» товары (сахар, какао)	23	4	9
Цветные металлы	12	9	18



Драгоценные металлы	18	3	8
Домашний скот	12	5	11

**ТАБЛИЦА 10.2**

Статистика индексов совокупной доходности товаров

2000–2009 гг.	Reuters-CRB	S&P GSCI	DJ-UBS	Казначейские векселя
Аннуализированная доходность, %	4,7	5,0	7,1	2,9

Невозможно сказать, какая из стратегий товарных индексов обеспечит наилучший результат в будущем. Я предвижу, что в долгосрочной перспективе эффективность всех трех индексов совокупной доходности, скорее всего, окажется примерно одинаковой и достаточно близкой к доходности казначейских векселей.

Давайте проанализируем осуществимость инвестирования в основные индексы совокупной доходности товаров. Публикуемые в печати величины доходности этих индексов не отражают их истинную доходность. Не следует забывать о платежах за пользование фондом, налоговых отчислениях и фондоемкости.

Издержки инвестирования в товары могут быть очень высокими. Товарные и фьючерсные фонды предполагают выплату вознаграждения управляющим фондов и, возможно, комиссионные за продажу паев. Платежи по некоторым продуктам достигают 2% в год — и это помимо сбора за продажу паев фонда, который может достигать 5,75%. ETF помогли снизить затраты, предложив на рынке десятки новых продуктов во время последнего повышения цен на товары. Однако затраты, связанные с любым товарным индексным фондом, значительно превышают затраты, связанные с любым индексным фондом акций или облигаций. В *табл. 10.4* (см. стр. 249) указано несколько взаимных товарных фондов и ETF, отличающихся вполне приемлемыми ценами.

Товарные фонды чрезвычайно неэффективны с точки зрения налогообложения. Объем оборота в этих фондах создает значительный распределяемый доход. Основная часть дохода от инвестирования в

любой фьючерсный фонд с точки зрения налогообложения рассматривается как обычный доход. Золото и другие драгоценные металлы рассматриваются как предметы коллекционирования и облагаются по более высокой ставке налога на доход от прироста капитала, чем ставка налога на доход от обыкновенных акций. Инвесторам, в отношении которых применяются повышенные ставки налога, следует принять во внимание доходность после уплаты налогов до инвестирования или держать эти активы только на пенсионном счете с отложенными налоговыми платежами.

Одной из альтернатив ежегодной выплате налогов на доход от инвестирования в товарные фонды является инвестирование в биржевые ноты (exchange-traded note — ETN). Эти инструменты, основанные на долговых обязательствах и выпускаемые банками, призваны отслеживать доходность товарных индексов и не несут бремя ежегодных налогов. Впрочем, ETN присущи другие риски, не свойственные взаимным фондам и ETF. Прежде чем инвестировать в эти продукты, вам следует получить более подробную информацию о них, поскольку в данном случае существует кредитный риск от эмитента.

Существует альтернатива непосредственному инвестированию во взаимные товарные фонды. Несколько низкокзатратных отраслевых индексных фондов концентрируют свои инвестиции в компаниях, занимающихся производством товаров. Эти фонды специализируются на акциях компаний, занятых в горнодобывающей промышленности, энергетике и отраслях, связанных с добычей других природных ресурсов. Частичный перечень отраслевых взаимных товарных фондов представлен в *табл. 10.4* в конце главы.

## **ИНВЕСТИРОВАНИЕ В ХЕДЖ-ФОНДЫ**

Хедж-фонды не представляют собой особый класс активов. Они являются особым типом инвестиционного счета. Хедж-фонды — это объединенные инвестиционные механизмы, организованные и администрируемые в частном порядке профессиональными управляющими активами.

Индустрия хедж-фондов регулируется не жестко, что позволяет менеджерам избегать многих регуляторных требований, которые

приходится исполнять взаимным фондам. Это ограниченное требование раскрытия информации о своей финансовой деятельности обеспечивает некоторые преимущества управляющим хедж-фондов. Во-первых, они не обязаны публиковать информацию о вложениях своего фонда. Во-вторых, такая секретность является замечательным подспорьем для маркетинга. Управляющие фондов зачастую «под большим секретом» делятся с журналистами сведениями о своих сверхэффективных патентованных методах инвестирования; впрочем, это не более чем ловкий маркетинговый ход. В настоящее время насчитываются тысячи хедж-фондов, несмотря на то что только около сотни управляющих обладают специальной квалификацией, необходимой для управления инвестициями. Но даже те немногие хедж-фонды, управляющие которых обладают нужной квалификацией, не очень-то заинтересованы в управлении несколькими сотнями тысяч долларов, которые в состоянии вложить рядовой инвестор. Гораздо больше такие фонды интересуются институциональными инвесторами, располагающими сотнями миллионов долларов.

Несколько лет назад Комиссия по ценным бумагам и биржам США потребовала от хедж-фондов предоставлять более развернутую информацию о своей деятельности, в том числе о конфликте интересов управляющих и инвесторов. Но это требование было опротестовано в суде, в результате чего хедж-фонды остались большей частью нерегулируемыми. Поскольку хедж-фонды располагают активами, превышающими 1 трлн долл., и большим кредитным плечом, подлинный масштаб и могущество индустрии хедж-фондов заслуживают более пристального внимания со стороны регулирующих органов. Я полагаю, что такое регулирование в той или иной форме будет обеспечено.

### **Стратегии хедж-фондов**

Существует довольно широкий спектр стратегий хедж-фондов. Управляющие могут открывать длинную позицию (иначе говоря, покупать ценные бумаги), чтобы воспользоваться ростом цен для получения дохода, и открывать короткие позиции по ценным бумагам (то есть продавать ценные бумаги, реально не владея ими), чтобы воспользоваться снижением цен. Некоторые торговые стратегии хедж-

фондов ориентированы на то, чтобы зарабатывать независимо от направления движения финансовых рынков. К их числу относятся и нейтральные стратегии, в случае с которыми управляющие открывают длинную и короткую позиции в равных объемах, нейтрализуя таким образом влияние движения рынка в целом. Идея нейтральных стратегий заключается в том, чтобы извлечь доход из недооцененных и переоцененных ценных бумаг.

Хедж-фонды имеют несколько преимуществ и множество недостатков. Одним из преимуществ является низкая корреляция. Несколько стилей хедж-фондов демонстрируют низкую корреляцию с основными классами активов, такими как акции и облигации. Это обстоятельство делает такие фонды привлекательными для инвестирования с точки зрения диверсификации. Кроме того, некоторые управляющие хедж-фондами обеспечивают более высокую доходность, чем рынки акций, и при меньшем риске. Что же касается недостатков, то главным из них является дороговизна хедж-фондов. Средняя величина отчислений за управление в отдельно взятом фонде составляет 1,5% в год, плюс премия за доход, составляющая в среднем 20%. К тому же доходность хедж-фондов довольно-таки изменчива, что является общеизвестным фактом. То, что какой-то хедж-фонд показал высокие результаты в прошлом году, еще не означает, что он продемонстрирует подобные же результаты в дальнейшем. Наконец, нельзя не упомянуть о высоких барьерах на вход. Такие фонды предназначены исключительно для состоятельных инвесторов. Минимальная сумма инвестиций в некоторые хедж-фонды равна 1 млн долл. и выше.

Существует три обширных категории хедж-фондов и несколько подкатегорий.

- **Арбитражные стратегии.** Арбитраж — это практика использования ценовой неэффективности на рынке. Чистому арбитражу риск вообще не присущ. Торговые операции гарантируют доходность. Рассмотрим следующий, очень простой пример. Допустим, акции компании XYZ торгуются по 42 долл. за акцию на Нью-Йоркской фондовой бирже и по 41,90 долл. за акцию на Лондонской фондовой бирже. Инвестор может

купить 1000 таких акций в Лондоне за 41,9 тыс. долл. и одновременно продать 1000 таких акций в Нью-Йорке за 42 тыс. долл. Доход инвестора составит 100 долл. без малейшего риска. У вас ежедневно возникают буквально сотни арбитражных возможностей, если вы имеете доступ к соответствующей информации и можете совершать торговые операции с небольшими издержками.

- **Стратегии, определяемые событиями.** Стратегии, определяемые событиями, используют объявления о корпоративных транзакциях и другие единовременные события. Примером могут служить так называемые «проблемные ценные бумаги», которые предполагают инвестирование в компании, либо уже потерпевшие банкротство, либо приближающиеся к банкротству. Еще одним типом стратегии, определяемой событиями, является так называемый «активистский фонд», который является хищническим по своей природе. Управляющие активистского фонда держат весомые позиции в небольших «проблемных» компаниях, а затем используют свое влияние для изменения состава руководства этих компаний и проведения реструктуризации. Третьим типом стратегии, определяемой событиями, является венчурный капитал. Венчурные фонды инвестируют в молодые компании.
- **Направленные, или тактические, стратегии.** Самая большая группа хедж-фондов использует направленные, или тактические, стратегии. Примером дирекционного фонда являются советники по торговле товарами (СТА, Commodities Trading Advisor). СТА используют диаграммы и математические модели для выявления тенденций на глобальных рынках фьючерсов. СТА могут открывать длинную и короткую позиции на рынке, пытаясь заработать как на росте, так и на снижении цен фьючерсов. Вторым примером тактического фонда является макрофонд. Движущей силой этих фондов являются «нисходящие», всеохватывающие ставки на валюту, процентные ставки, товары и глобальные рынки акций.

В табл. 10.3 перечислены три основные категории хедж-фондов, а также основные стратегии в рамках каждой категории. В табл. 10.3 представлена лишь небольшая выборка типов и стратегий хедж-фондов. Количество стратегий ограничивается лишь воображением людей, занятых в сфере инвестиций.

**ТАБЛИЦА 10.3**

Категории и стратегии хедж-фондов		
Арбитражные стратегии	Стратегии, определяемые событиями	Направленные/тактические стратегии
Арбитраж на ценных бумагах с фиксированной доходностью	Слияния и поглощения	Длинные/короткие позиции в акциях
Арбитраж на конвертациях	Проблемные ценные бумаги	Управляемые фьючерсы (СТА)
Особые ситуации	Венчурный капитал	Макростратегии

### **Проблемы хедж-фондов**

Хедж-фонды не лишены определенной привлекательности. Окутанная завесой секретности природа этого бизнеса, привлекательность потенциально высоких доходов и низкая корреляция с акциями и облигациями — все это весьма вдохновляет инвесторов. Однако, по мнению автора этой книги, основная доля слухов, касающихся роли хедж-фондов в инвестиционном портфеле, не соответствует действительности. Для большинства индивидуальных инвесторов такие недостатки хедж-фондов, как высокие издержки, засекреченность информации, недостаточная диверсификация, отсутствие ликвидности некоторых фондов и значительный разброс доходности из года в год, намного перевешивают их достоинства.

Поскольку хедж-фонды в значительной мере не регулируются, управляющие не обязаны отчитываться перед инвесторами о вложениях и результатах деятельности фондов. Есть несколько компаний, которые отслеживают результаты деятельности хедж-фондов, хотя публикуемые ими данные зачастую бывают необъективны. Деятельность некоторых мониторинговых компаний оплачивается теми же хедж-фондами с целью их популяризации и рекламы. Зачастую эти мониторинговые компании используют

сомнительные методологии сбора данных. Например, они не включают в свои отчеты результаты деятельности хедж-фондов, которые уже закрылись или вошли в состав других хедж-фондов. Это приводит к *сознательному завышению выживаемости* в индексах хедж-фондов. Когда у какого-либо хедж-фонда случается неудачный квартал, его управляющие могут просто не отчитаться о плохом результате, что ведет к *сознательной избирательности* при указании результатов деятельности фонда. Большинство мониторинговых компаний разрешает фонду, начинающему предоставлять им свои данные, указывать в качестве результатов своей деятельности *мнимую* историческую доходность, которую в действительности не ощутил ни один из инвесторов. Это порождает *дутые* индексы. Наконец, большинство мониторинговых компаний разрешает управляющим хедж-фондов указывать цену их собственных неликвидных ценных бумаг, в результате чего *сознательно искажаются цены* в индексах.

Если же все эти искажения в публикуемых индексах хедж-фондов устранить, то их совокупная доходность резко снизится. Оптовые продавцы хедж-фондов утверждают, что доходность этих фондов равна долгосрочной доходности на фондовом рынке — при меньшем риске. Однако после устранения всех искажений в индексах доходность хедж-фондов окажется практически на уровне доходности среднесрочных правительственных облигаций — правда, с гораздо боим риском, чем у иных облигаций.

В случае если проблемы с доходностью индексов хедж-фондов не останавливают вас от инвестирования в хедж-фонды, то, по крайней мере, заставить вас воздержаться должен большой разброс доходности хедж-фондов от года к году. Ни в коем случае нельзя рассчитывать на то, что фонд, продемонстрировавший успешные результаты в прошлом году, покажет подобные же результаты в текущем году или в дальнейшем. Напротив, после удачно завершившегося года вероятность того, что наступивший год окажется хуже среднего, как правило, выше, чем положительный вариант. Два исследователя, Викас Агарвал из университета Джорджии и Нараян Найк из Лондонской школы бизнеса, написали один из многочисленных отчетов, в котором указывается на странные и непредсказуемые показатели доходности

хедж-фондов<sup>[35]</sup>. Агарвал и Найк пришли к выводу, что неизменность доходности среди управляющих хедж-фондами является кратковременной по своей природе и что эта кратковременная устойчивость практически незаметна, если рассматривать отрезки времени продолжительностью хотя бы в несколько лет. Таким образом, весьма маловероятно, что кому-либо удастся правильно предсказать, результаты каких хедж-фондов окажутся в будущем высокими, а каких — неудачными. В 1990 г. насчитывалось менее 300 хедж-фондов, совокупные активы которых не превышали 30 млрд долл. К 2007 г. количество хедж-фондов приблизилось к 10 000, а их совокупные активы превысили 1 трлн долл. Рецессия, разразившаяся в 2008–2009 г., похоронила многие из этих фондов, и было бы нелогичным полагать, что до наступления краха они процветали.

Статистический анализ данных, приведенных в U.S. Offshore Funds Directory (изд. 2003 г.), показывает, что темпы закрытия хедж-фондов повысились примерно с 2% в год в отношении фондов, возникших и действовавших в начале 1990-х годов, более чем до 12% в отношении фондов, действующих в наши дни. Многие фонды уже прекратили свое существование, другие находятся на грани банкротства; следовательно, от многих современных нам хедж-фондов через 10 лет останется лишь воспоминание.

### **Если вы все же решили инвестировать в хедж-фонды**

Если, несмотря на все сказанное выше, вы полагаете, что инвестировать в хедж-фонды — не такая уж плохая идея, попытайтесь все же расстаться с этой иллюзией. Если вас убедили ввязаться в эту сомнительную затею, примите хотя бы некоторые меры предосторожности. Инвестирование только в один хедж-фонд — довольно рискованная игра. Никто не в состоянии предсказать, в какой именно момент славные деньки выбранного вами хедж-фонда подойдут к концу.

Инвесторы, увлеченные идеей хедж-фондов, должны диверсифицировать свои средства по многим таким фондам. Проблема в том, что подобные фонды имеют высокие «входные минимумы», поэтому мелким инвесторам не под силу инвестировать в несколько фондов одновременно. Простой способ решить проблему



диверсификации заключается в использовании фонда фондов, представляющего собой партнерство с ограниченной ответственностью, которое инвестирует в несколько хедж-фондов. Обычно фонд фондов диверсифицируется по нескольким стилям управления, что обеспечивает дополнительные возможности.

Диверсификационное преимущество фонда фондов — это безусловное его достоинство, но важным недостатком фонда фондов является то, что при одном и том же объеме инвестирования он добавляет к издержкам индивидуальных фондов (которые и без того достаточно высоки) еще один уровень ежегодных затрат, связанных с выплатой комиссии за управление — теперь уже управляющим фонда фондов. Помимо этого некоторые фонды фондов взимают с инвесторов процент, который выплачивается управляющим фонда фондов в качестве премиальных за полученный доход. После суммирования всех платежей и премиальных, выплачиваемых управляющим фондов, и платежей и премиальных, выплачиваемых управляющим фонда фондов, вполне может оказаться, что затраты на владение одной из таких инвестиций поглощают до 50% дохода (если, конечно, этот доход будет получен).

Высокая стоимость участия в хедж-фондах, недостаточная способность диверсифицировать свои инвестиции, а также высокая нестабильность результатов, демонстрируемых хедж-фондами, выводят последние в такую инвестиционную категорию, которую автор данной книги не считает подходящей для большинства индивидуальных инвесторов. Если вас интересуют более подробные сведения о хедж-фондах, то существует несколько достаточно легких для понимания книг, которые помогут вам разобраться в этом вопросе. К их числу относится, в частности, книга *All About Hedge Funds* («Все о хедж-фондах»), написанная бывшим управляющим хедж-фонда Робертом Джегером (Robert Jaeger, New York: McGraw-Hill, 2002).

## **ИНВЕСТИРОВАНИЕ В ПРЕДМЕТЫ КОЛЛЕКЦИОНИРОВАНИЯ**

Инвестирование в предметы коллекционирования может быть не только выгодным с финансовой точки зрения, но и увлекательным хобби. К традиционным предметам коллекционирования относятся изобразительное искусство, монеты, почтовые марки, драгоценные

камни, документы, антиквариат и т. п. Однако доходность не ограничивается традиционными предметами коллекционирования. Любой редкий или необычный предмет может оказаться более выгодной инвестицией, чем, например, картина известного художника.

У инвестирования в предметы коллекционирования есть несколько недостатков. Затраты на приобретение, хранение и страхование предметов коллекционирования могут быть довольно высокими, что уменьшает долгосрочную доходность. К тому же налоговая ставка на доходы от прироста стоимости предметов коллекционирования оказывается более высокой, чем для обыкновенных акций.

Кроме того, существуют некоторые ограничения на инвестирование в предметы коллекционирования. Чтобы коллекционировать те или иные предметы, нужно обладать определенными знаниями, касающимися этих предметов, а также склонностью «копаться в деталях». Если вы не располагаете соответствующими знаниями, то вам следует воспользоваться услугами эксперта, а это также повлечет за собой определенные траты. Еще одним недостатком предметов коллекционирования является то, что они могут оказаться неликвидными активами. Когда вам понадобится продать какой-либо из таких предметов, может не найтись покупателя, готового заплатить за него справедливую цену. Для покупки и продажи предметов коллекционирования вам нужно подыскать соответствующий ликвидный рынок. Компании, занимающиеся проведением онлайн-аукционов, например eBay, оказывают колоссальную помощь в поиске ликвидности и справедливых цен на предметы коллекционирования.

Что же касается положительной стороны, то эстетическая ценность предметов коллекционирования способна компенсировать большинство указанных недостатков. Вы можете похвастаться своей коллекцией перед друзьями, родственниками и такими же коллекционерами, как вы сами. Во многих случаях социальный аспект коллекционирования оказывается важнее финансового аспекта.

### **Доходность предметов коллекционирования**

Отслеживать доходность, приносимую предметами коллекционирования, трудно — и это в лучшем случае. Большинство

сделок, связанных с куплей-продажей предметов коллекционирования, проводится в конфиденциальной обстановке, а цены не разглашаются, либо не собираются в неких базах данных. Существует лишь небольшое число индексов, которые отслеживают предметы коллекционирования.

Профессора Нью-Йоркского университета Цзянпин Мэй и Майкл Мозес разработали индекс долгосрочной доходности произведений изобразительного искусства. Этот индекс (Mei Moses Fine Art Index) отслеживает цены продажи картин, рисунков и скульптур, выставившихся на аукционах в Нью-Йорке начиная с 1875 г. Диаграмма на *рис. 10.7* иллюстрирует накопленную доходность индекса Mei Moses Fine Art Index в сравнении с фондовым рынком США приблизительно за 60 лет.

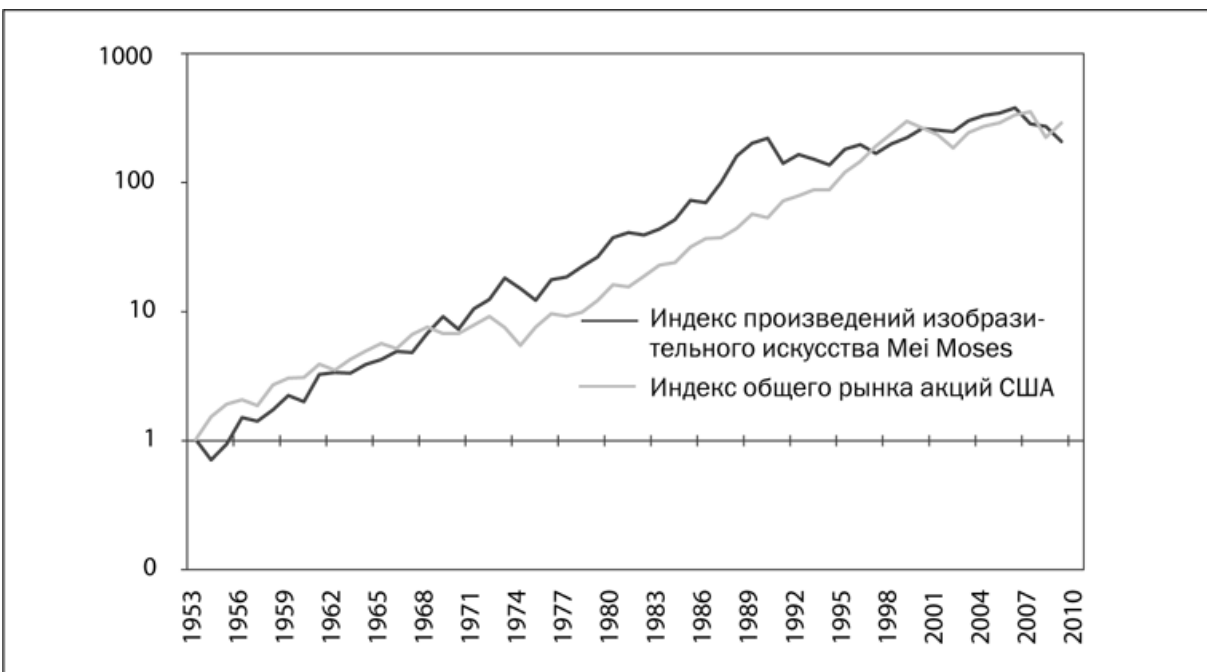
В период 1970–1990 гг. наблюдался значительный рост цен на произведения изобразительного искусства. Затем тенденция на этом рынке начала меняться. На протяжении 1954–2009 гг. доходность индекса Mei Moses Fine Art была близка к доходности фондового рынка США. В течение этого периода инвестиции в произведения изобразительного искусства были связаны с боими рисками, чем инвестиции в акции, на что указывают несколько более высокие значения стандартного отклонения.

Мэй и Мозес имеют бесплатный сайт, где публикуются результаты интересных исследований и где авторы периодически обновляют свой индекс. Адрес сайта: [www.artasanasset.com](http://www.artasanasset.com). Желающие воспользоваться его материалами должны зарегистрироваться на сайте. За просмотр значений индекса и чтение отчетов Мэя и Мозеса плата не взимается.

#### **РИСУНОК 10.7**

---

Сравнение индекса Mei Moses Fine Art с общим рынком акций США CRSP



Еще одним интересным индексом предметов коллекционирования является PCGS Coin Universe 3000 Index (CU3000). Профессиональная служба классификации монет (Professional Coin Grading Service — PCGS) со штаб-квартирой в Ньюпорт-Бич (Калифорния) является подразделением компании Collectors Universe, Inc. Индекс CU3000 — это индекс, представляющий широкий перечень из 3000 классифицированных монет, выбранных Coin Universe для представления рынка монет США в целом. На сайте PCGS ([www.pcg.com](http://www.pcg.com)) публикуется несколько индексов. Эти данные предоставляются бесплатно.

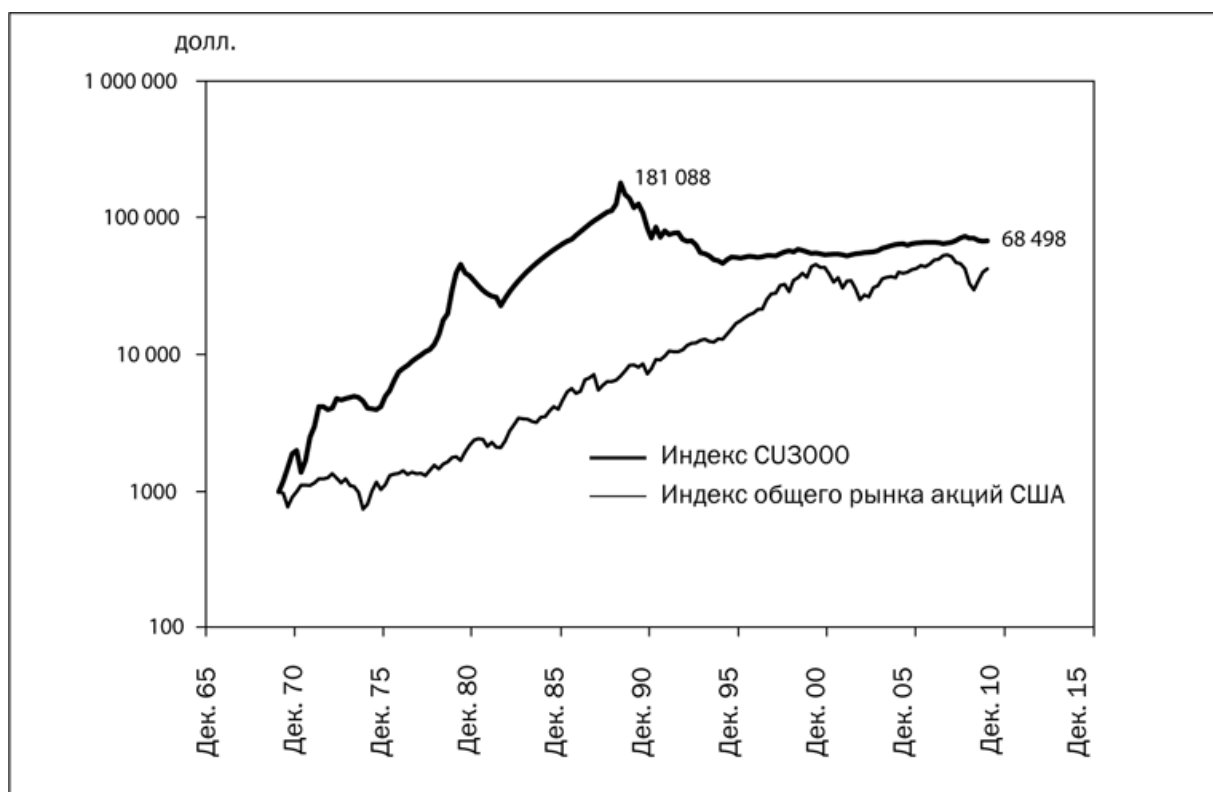
На *рис. 10.8* доходность индекса CU3000 сравнивается с доходностью общего рынка акций США начиная с 1970 г. Подобно индексу Mei Moses Fine Art, в 1970–1989 гг. цены на рынке редких монет значительно повысились. Стоимость CU3000 возросла в 181 раз, достигнув в 1989 г. впечатляющего уровня — 181 088. В течение последующих пяти лет цены на редкие монеты снизились почти на 75%. После этого обвала рост цен возобновился, но оказался весьма незначительным.

Совокупная доходность индекса CU3000 (с момента начала его использования в 1950-е годы) всегда была близка к доходности фондового рынка, несмотря на упоминавшийся выше огромный скачок

и последующий обвал цен на рынке редких монет. Помните, что этот индекс монет не включает затраты на приобретение, хранение или страхование монет.

### РИСУНОК 10.8

Сравнение индекса PCGS Coin Universe 3000 Index с общим рынком акций США CRSP



Еще одним интересным индексом предметов

## ПЕРЕЧЕНЬ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ АКТИВОВ ДЛЯ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

В *табл. 10.4* приведен частичный перечень взаимных фондов, инвестирующих в альтернативные классы активов, которые рассматривались в данной главе. Некоторые фонды инвестируют в товары посредством производных финансовых инструментов, тогда как другие инвестируют в компании, занимающиеся производством товаров. Взаимные фонды, перечисленные в *табл. 10.4*, представлены

как примеры альтернативных инвестиций, а не как рекомендуемые варианты инвестирования.

**ТАБЛИЦА 10.4**

Низкозатратные альтернативные активы, взаимные и биржевые фонды

	Тикер	Базовый индекс
<b>Товарные фонды</b>		
iPath UBS-AIG Commodity ETN	DJP	UBS-AIG Commodity Index
iPath S&P GSCI Total Return ETN	GSP	S&P GSCI Total Return Index
GreenHaven Continuous Commodity	GCC	CRB CC Index-Total Return
PIMCO commodity real return	PCRAX	Dow Jones-AIG Commodity Index
<b>Энергетические взаимные фонды</b>		
iShares DJ Energy ETF	IYE	Dow Jones U.S. Energy Sector
iShares SP Global Energy ETF	IXC	S&P Global Energy Sector Index
Energy SPDR ETF	XLE	S&P U.S. Energy Select Sector Index
Vanguard Energy Fund	VGENX	Активно управляемый фонд
<b>Фонды золота и драгоценных металлов</b>		
iShares COMEX Gold Trust	IAU	Золото и фьючерсные контракты на золото
SPDR Gold Shares	GLD	Прямые инвестиции в золото в слитках
<b>Базовые материалы</b>		
iShares Basic Materials	IYM	Dow Jones U.S. Basic Materials
Vanguard Materials ETF	VAW	MSCI U.S. Investible Materials
<b>Комбинации природных ресурсов</b>		
iShare Natural Resources	IGE	Goldman Sachs Natural Resources

## ВЫВОДЫ

Товары и хедж-фонды не могут рассматриваться как удачные инвестиции в долгосрочном портфеле. Расходы, связанные с этими альтернативными инвестициями, довольно высоки, и эти затраты перевешивают выгоды от повышения диверсификации портфеля. Компании по управлению капиталом постоянно занимаются поиском новых идей, и не исключено, что в один прекрасный день они создадут

низкозатратный индекс или ETF, который обеспечит стабильно низкую корреляцию с акциями и облигациями и реальную доходность с учетом инфляции.

Предметы коллекционирования уникальны в том отношении, что обладают раритетностью. Финансовая выгода от коллекционирования может также дополняться эстетической ценностью обладания такими инвестициями. Коллекционируйте предметы, которые доставляют вам эстетическое наслаждение, и не исключено, что вам удастся даже заработать на этом.

## ЧАСТЬ III

---

# Управление вашим собственным портфелем



# Реалистические рыночные ожидания

## КЛЮЧЕВЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

- Реалистические рыночные ожидания важны для планирования инвестиций.
- Волатильность рынка более предсказуема, чем рыночная доходность.
- Между рыночным риском и долгосрочной ожидаемой доходностью существует взаимосвязь.
- Рыночные прогнозы полезны в долгосрочной, а не в краткосрочной перспективе.

Для разработки, практической реализации и эффективного сопровождения любой стратегии распределения активов используется несколько инструментов, описанию которых посвящены материалы части III. Изучив эти данные, вы сможете сформировать такое распределение активов, которое будет отвечать вашим финансовым потребностям.

Важным аспектом процесса распределения активов является наличие у инвесторов реалистических рыночных ожиданий. Инвестиционный план окажется действенным лишь в случае, если ожидания инвестора в отношении рыночной доходности соответствуют текущим экономическим реалиям. Между делом некоторые из инвесторов заявляют, что рыночная доходность непредсказуема. Должен заметить, что в краткосрочной перспективе это действительно так, однако долгосрочную доходность рынка можно оценить с приемлемой точностью, и эти ожидания помогут вам в процессе планирования инвестиций.

Инвестиционные аналитики используют несколько методов для прогнозирования рыночной доходности. Некоторые из них основаны на картине экономических переменных «сверху вниз», позволяющей оценить ожидаемую доходность разных классов активов. Другие

методы используют стратегию «снизу вверх», которая дает возможность оценить ожидаемую доходность разных классов активов, основываясь на прогнозах по отдельным ценным бумагам. Большинство аналитиков и экономистов расходятся во мнениях буквально по каждому элементу прогнозирования рынка, начиная с используемой методологии и заканчивая методами моделирования и входными параметрами этих уравнений. Интересно отметить, что, несмотря на расхождения во мнениях и разнообразие методов, большинство долгосрочных прогнозов, как правило, укладывается в достаточно узкий диапазон уровней доходности. В конце главы приведен мой собственный прогноз долгосрочного рыночного риска и доходности.

## **ПРОГНОЗИРОВАНИЕ РЫНОЧНОЙ ДОХОДНОСТИ**

Существует две базовых методологии прогнозирования рынка. Эти методологии рассматриваются в данной главе. Первый метод представляет собой модель доходности с поправкой на риск. Эта модель основана, в частности, на исторической волатильности цен, которая используется для прогнозирования будущего поведения разных классов активов по отношению друг к другу. Второй метод представляет собой экономическую модель «сверху вниз», которая основана на показателе валового внутреннего продукта (ВВП), используемого для долговременного прогнозирования доходности разных классов активов.

Прогнозирование будущей доходности рынка всегда связано с анализом исторического риска и доходности. Хотя история никогда не повторяется в точности, она, образно говоря, отбрасывает длинную тень. Изучая экономическую историю, можно извлечь важные уроки. Для прогнозирования необходимо быть уверенным в продолжении некоторых прошлых характеристик в будущем.

Анализ рыночной доходности требует применения долгосрочного подхода. Прошлые 30 лет, завершившиеся в 2009 г., были щедрыми для инвесторов в акции американских компаний и облигации США, несмотря на довольно непростую ситуацию с акциями в последнем десятилетии. В период 1980–2009 гг. аннуализированная (в годовом исчислении) доходность акций составляла около 11,2%. В тот же

период времени накопленная доходность 5-летних казначейских облигаций превышала 8,4%. В течение 1980–2009 гг. инфляция составляла 3,5%, а это означает, что реальная доходность акций превышала 7%, тогда как реальная доходность среднесрочных облигаций была близка к 5%.

Несмотря на то что прошедший 30-летний период оказался довольно доходным для инвесторов в акции американских компаний и облигации США, вероятность того, что подобная же (или более высокая) доходность будет отмечаться в последующее 30-летие, весьма невелика. Действительно, учитывая текущую экономическую ситуацию, можно прогнозировать, что доходность акций американских компаний и облигаций США наверняка окажется значительно меньше, чем за период 1980–2009 гг. (при условии, что инфляция останется низкой). В 1980 г. уровень инфляции измерялся двузначными числами, а сейчас он весьма невысок. Таким образом, двузначные процентные ставки в 1980 г. упали сегодня менее чем до 3%. В предстоящие 30 лет доходность акций уже не будет такой высокой, как в период 1980–2009 гг., поскольку в долгосрочной рыночной доходности инфляция является очень важным фактором. Высокая начальная инфляция означает более высокую номинальную доходность, а низкая начальная инфляция — более низкую номинальную доходность. Реалистичная и консервативная доходность акций сверх инфляции составляет 5% годовых.

## **МОДЕЛЬ № 1.**

### **ДОХОДНОСТЬ С ПОПРАВКОЙ НА РИСК**

Модель доходности с поправкой на риск предполагает использование исторических показателей рыночной волатильности для прогнозирования относительной будущей доходности разных классов активов. В разные периоды времени рыночная доходность может колебаться в довольно широких пределах, хотя волатильность этих показателей доходности более устойчива. В долгосрочной перспективе волатильность некоторого рынка может использоваться для прогнозирования его доходности относительно доходности других рынков с разными рисками.

В зависимости от экономической ситуации показатели рыночной доходности в разные временные периоды могут существенно различаться между собой. В *табл. 11.1* указана разница в доходности в течение пяти отдельных 10-летних периодов начиная с 1950 г.

**ТАБЛИЦА 11.1**

Накопленная доходность с разбивкой по 10-летним периодам

Десятилетие	S&P 500, %	5-летние казначейские ноты, %	Казначейские векселя, %
1950–1959	19,4	1,3	1,9
1960–1969	7,8	3,5	3,9
1970–1979	5,9	7,0	6,3
1980–1989	17,5	11,9	8,9
1990–1999	18,2	7,1	4,9
2000–2009	–0,9	6,2	2,8

**ТАБЛИЦА 11.2**

Стандартное отклонение доходности с разбивкой по 10-летним периодам

Десятилетие	S&P 500, %	5-летние казначейские ноты, %	Казначейские векселя, %
1950–1959	11,8	2,9	0,2
1960–1969	12,1	3,2	0,4
1970–1979	15,9	4,8	0,6
1980–1989	16,4	7,9	0,8
1990–1999	13,4	4,3	0,4
2000–2009	16,1	4,9	0,5

В то время как доходность на протяжении различных десятилетий может существенно различаться, стандартное отклонение доходности в течение этих отдельных 10-летних периодов, как правило, оказывается более стабильным, чем доходность. В *табл. 11.2* указаны величины стандартного отклонения рыночной доходности в течение тех же 10-летних периодов начиная с 1955 г.

На *рис. 11.1* приведено сравнение скользящей 10-летней доходности в годовом исчислении акций компаний США со

скользящим 10-летним стандартным отклонением этой доходности. Заметьте, что волатильность фондового рынка более стабильна, чем доходность этого рынка. Обратите внимание и на то, что периоды наивысшей волатильности были также периодами самой низкой доходности.

В течение последних 50 лет волатильность рынка облигаций была не настолько стабильна, как волатильность рынка акций. В конце 1970-х — начале 1980-х годов необычайно высокая инфляция привела к отклонению цен инструментов с фиксированной доходностью. Всплеск инфляции привел к повышению процентных ставок до рекордно высоких уровней, а это, в свою очередь, вызвало рост волатильности цен облигаций. К концу 1990-х годов волатильность рынка облигаций вернулась к более умеренным уровням и оставалась на этих уровнях вплоть до 2007 г. На *рис. 11.2* представлено скользящее 10-летнее стандартное отклонение различных инструментов с фиксированной доходностью.

Сама по себе волатильность не является риском; скорее, волатильность — это указание на некий экономический риск в том смысле, что она означает быстрое изменение отношения инвесторов к их готовности делать ставку на данный актив. Каждому классу активов присущи свои собственные уникальные финансовые риски, которые вызывают колебания цен, а это может быть обусловлено еще более значительным, доминирующим экономическим риском. Например, волатильность фондового рынка является указанием на обширные изменения в оценке прибыли компаний. Волатильность рынка казначейских облигаций является указанием на обширные изменения в ожидаемой инфляции. Повышение волатильности корпоративных облигаций может быть результатом более высокой ожидаемой инфляции, замедления экономической деятельности, а возможно, и того и другого.

#### **РИСУНОК 11.1**

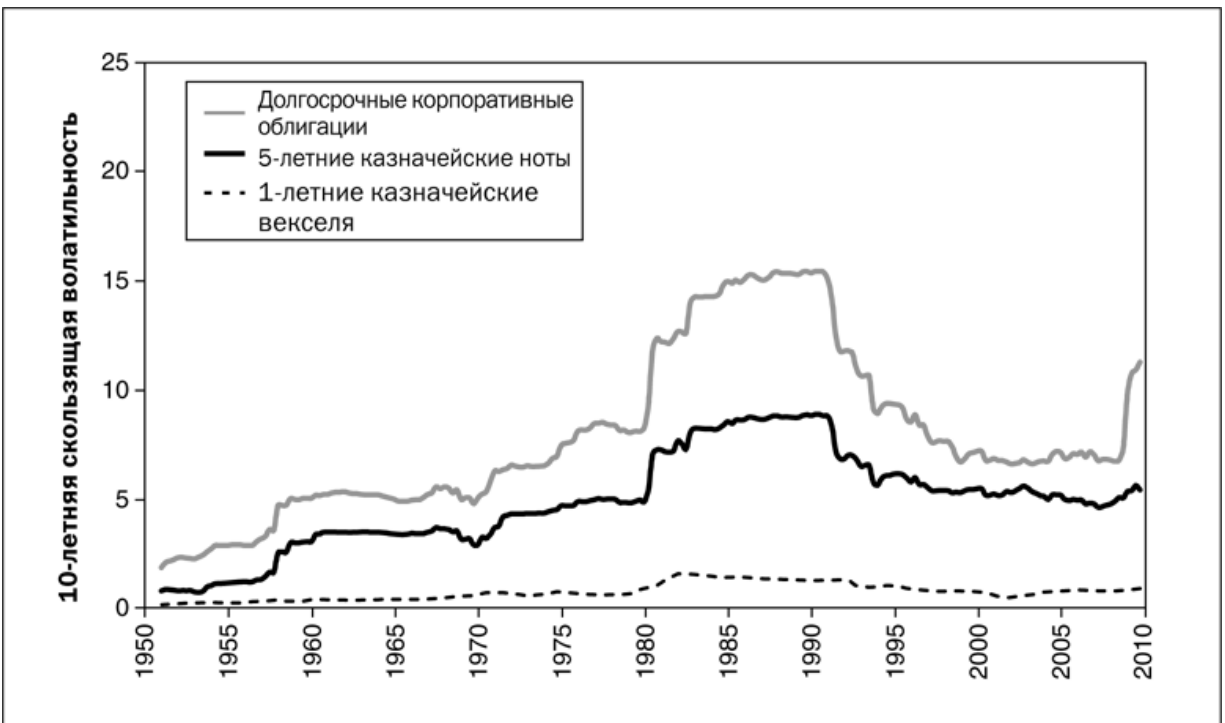
---

Взаимосвязь между риском и доходностью, Total U.S. Stock Market Index CRSP



**РИСУНОК 11.2**

Скользящее 10-летнее стандартное отклонение американских ценных бумаг с фиксированной доходностью



Время от времени (и по разным причинам) в волатильности доходности классов активов наблюдаются всплески. Однако на достаточно продолжительном отрезке времени волатильность доходности по основным классам активов в целом остается относительно стабильной.

Устойчивая долгосрочная волатильность позволяет инвестору разработать модель, которая прогнозировала бы будущую доходность классов активов *относительно* других классов активов на основе различий в волатильности. Инструменты, характеризующиеся более высокой волатильностью, имеют, вообще говоря, более высокую ожидаемую доходность, а инструменты, характеризующиеся более низкой волатильностью, имеют более низкую ожидаемую доходность. Таким образом, если вам известна историческая волатильность какого-либо инструмента, то вы можете предсказать его ожидаемую долгосрочную доходность относительно всех других классов активов. При этом сама по себе волатильность не обуславливает высокую ожидаемую доходность. Как указывалось в главе 10, товары характеризуются высокой исторической волатильностью цен, однако они не обеспечивают высокую долгосрочную доходность.

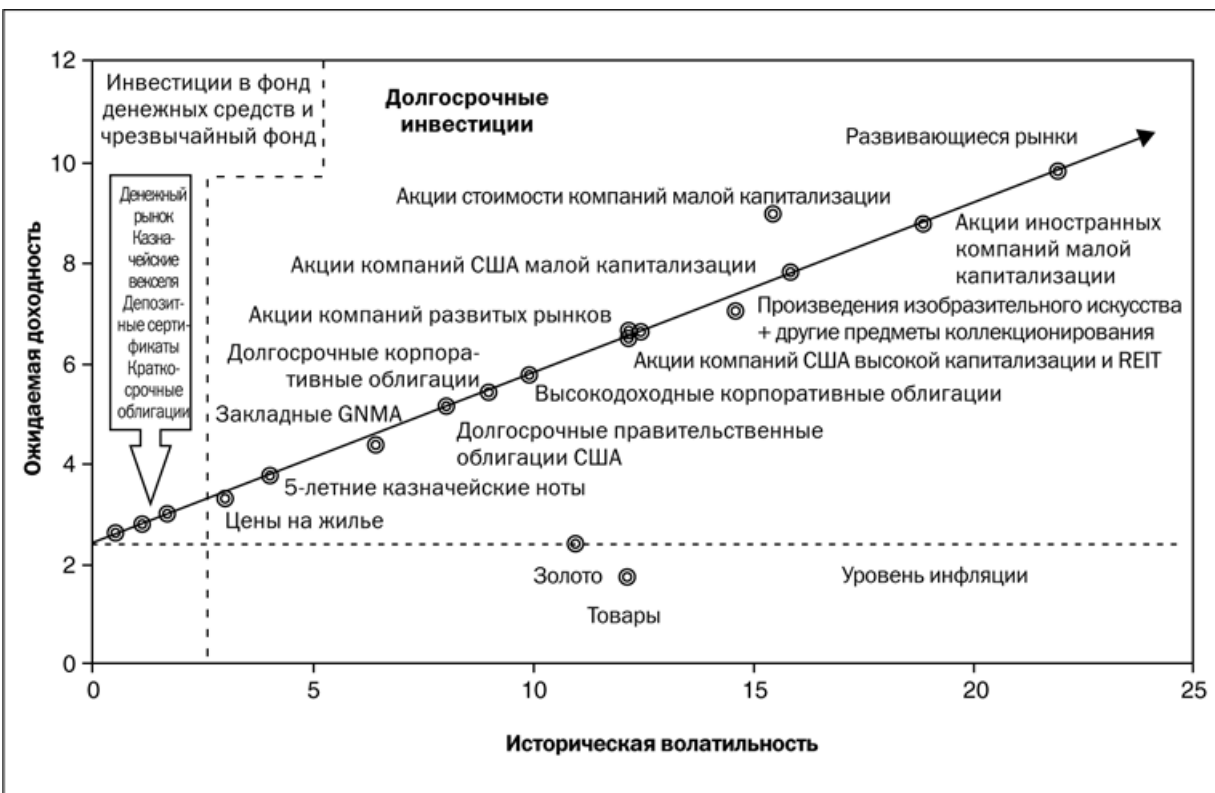
Данные на *рис. 11.3* демонстрируют теоретическую взаимосвязь между известной волатильностью цен нескольких классов активов, которые обсуждались в предыдущих главах, в том числе связь инфляции с доходностью всех инвестиций. Когда риск того или иного класса активов повышается, соответственно повышается и ожидаемая доходность. *Рис. 11.3* делится вертикально на две инвестиционные категории. Слева расположены классы активов, которые подходят для денежных фондов оборотного капитала и чрезвычайных фондов. Эти инструменты должны входить в классы активов с низким риском и низкой ожидаемой доходностью. Справа расположены классы активов с высоким риском и высокой ожидаемой доходностью, которые подходят для долгосрочного распределения активов.

Исключением при обсуждении высокой волатильности являются товары и золото. Товары характеризуются высокой волатильностью цен, однако они не вознаграждают инвесторов за этот риск. В долгосрочной перспективе приведенная стоимость любой инвестиции представляет собой дисконтированную сумму всех долгосрочных

денежных потоков. Товары отличаются от акций и облигаций, поскольку они не генерируют доход. Следовательно, приведенная стоимость 0 долл. в денежном потоке равняется 0 долл. Стоимость товаров и золота определяется лишь тем, за сколько вы сможете продать их в будущем. Исторически эта стоимость определяется уровнем инфляции. Подробнее о риске и доходности товаров рассказано в главе 10.

### РИСУНОК 11.3

Историческая волатильность рынка и ожидаемая доходность



### ВЛИЯНИЕ ИНФЛЯЦИИ

Уровень инфляции заложен во всякую рыночную доходность. К сожалению, доходность, генерируемая инфляцией, не является «реальной»: на нее невозможно купить дополнительные товары и услуги. Тем не менее государство облагает ее налогом так, словно инфляция наращивает наше благосостояние.



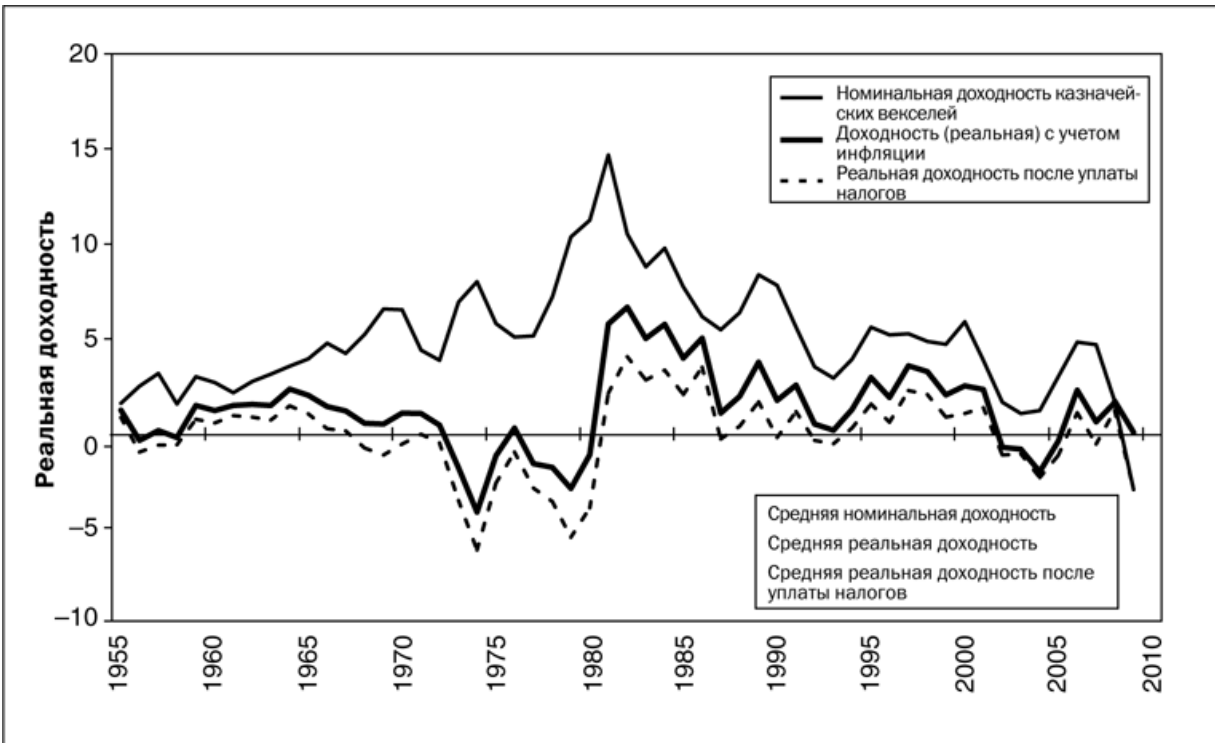
Модели, основанные на волатильности, должны исключать инфляционные ожидания, чтобы можно было получить компонент реальной доходности для каждого класса активов. Диаграмма на *рис. 11.4* иллюстрирует влияние, оказываемое инфляцией, на годовую доходность казначейских векселей. Верхняя линия представляет собой номинальную доходность казначейских векселей за период, равный 1 году, а нижняя, более жирная линия представляет собой реальную доходность с поправкой на инфляцию. Средняя доходность казначейских векселей за 1 год, составляющая (начиная с 1955 г.) 5,1%, минус инфляция, средний уровень которой равен 3,8%, приносит нам реальную доходность в размере 1,3%.

Налоги также представляют проблему для инвесторов. На длинном временном горизонте ставка доходности казначейских векселей с поправкой на инфляцию составляла в среднем около 1,3%. Однако подоходный налог взимается со всей доходности (5,1%). Государство не исключает инфляцию, когда вычисляет, какой доход вы получили, хотя инфляция порождается определенной политикой государства. Налоги на доходность в 5,1 % составляют 1,3% (при ставке налогообложения, равной 25%). Реальная доходность казначейских векселей (после уплаты налогов и с учетом инфляции) составляла 0%, то есть реальная доходность фактически отсутствует.

#### **РИСУНОК 11.4**

---

Годовая доходность казначейских векселей (1955–2009 гг.)



Вообще говоря, нулевая реальная доходность казначейских векселей (после уплаты налогов и с учетом инфляции) не должна вызывать удивления у инвесторов — напротив, именно на это им и следует рассчитывать. Казначейские векселя являются безрисковыми ценными бумагами. На эффективном рынке любая безрисковая инвестиция должна быть бездоходной. В поговорке «Без труда не выловишь и рыбку из пруда» скрыта суровая истина. Если смотреть с практической точки зрения, допустим, что в будущем реальная доходность казначейских векселей (после уплаты налогов и с учетом инфляции) в среднем останется нулевой.

Налоги представляют собою дорогостоящие инвестиционные издержки, а управление налогами (то есть их оптимизация) должно быть частью плана любого инвестора. Подробнее о налогах и управлении ими применительно к распределению активов и управлению инвестиционным портфелем рассказывается в последующих главах.

## **СУММИРОВАНИЕ ПРЕМИЙ ЗА РИСК**

Всем инвестициям присущ риск. Даже безрисковым казначейским векселям присущ риск, связанный с инфляцией и налогами, если инфляция и уплата налогов опережают наступление момента погашения казначейских векселей. Всем другим классам активов присущи дополнительные риски, помимо тех, что сопутствуют казначейским векселям. Анализируя разные уникальные риски, присущие тому или иному классу активов и обуславливающие волатильность цен и суммирование надбавок к ожидаемой доходности за принятие всех этих рисков, вы можете оценить ожидаемую совокупную доходность актива. Суммируя риски, можно оценить ожидаемую доходность любого класса активов. В этом разделе рассматривается процесс суммирования премий за риск, в результате которого можно определить ожидаемую доходность того или иного класса активов.

Вычисление ожидаемой доходности любого класса активов начинается с риска и доходности казначейских векселей, поскольку они являются самым надежным активом из тех, которыми вы владеете. Доходность казначейских векселей можно представить в виде двух составляющих: компонента ожидаемой инфляции и компонента реальной безрисковой доходности.

**Доходность казначейских векселей = ожидаемая инфляция до погашения векселей + реальная безрисковая доходность**

Поскольку казначейские векселя являются самым надежным инвестиционным инструментом из тех, которые имеются в вашем портфеле, то доходность всех других инструментов должна быть по крайней мере не меньше доходности казначейских векселей. Кроме того, все другие инструменты должны обеспечивать дополнительную доходность, чтобы компенсировать риски, присущие конкретному инструменту. Эту дополнительную доходность называют *премией за риск*.

**Ожидаемая доходность класса активов = доходность казначейских векселей + премия за риск**

Каждый инструмент характеризуется ожидаемой премией за риск к доходности казначейских векселей, причем эта надбавка за риск основывается на уникальных рисках соответствующего инструмента. Например, 10-летним казначейским облигациям свойственен риск срока (погашения). Это ценовой риск, проистекающий из изменений процентной ставки, которые могут произойти после покупки вами 10-летней облигации и вплоть до наступления срока ее погашения. Если в течение этого периода процентные ставки повышаются, то вы терпите убытки на более высоких ставках, поскольку ваши деньги уже будут вложены в 10-летние облигации. Облигациям с более длительными сроками погашения присущ еще больший риск срока, а чем выше риск срока, тем выше ожидаемая доходность облигаций. Именно поэтому доходность долгосрочных облигаций выше доходности краткосрочных облигаций.

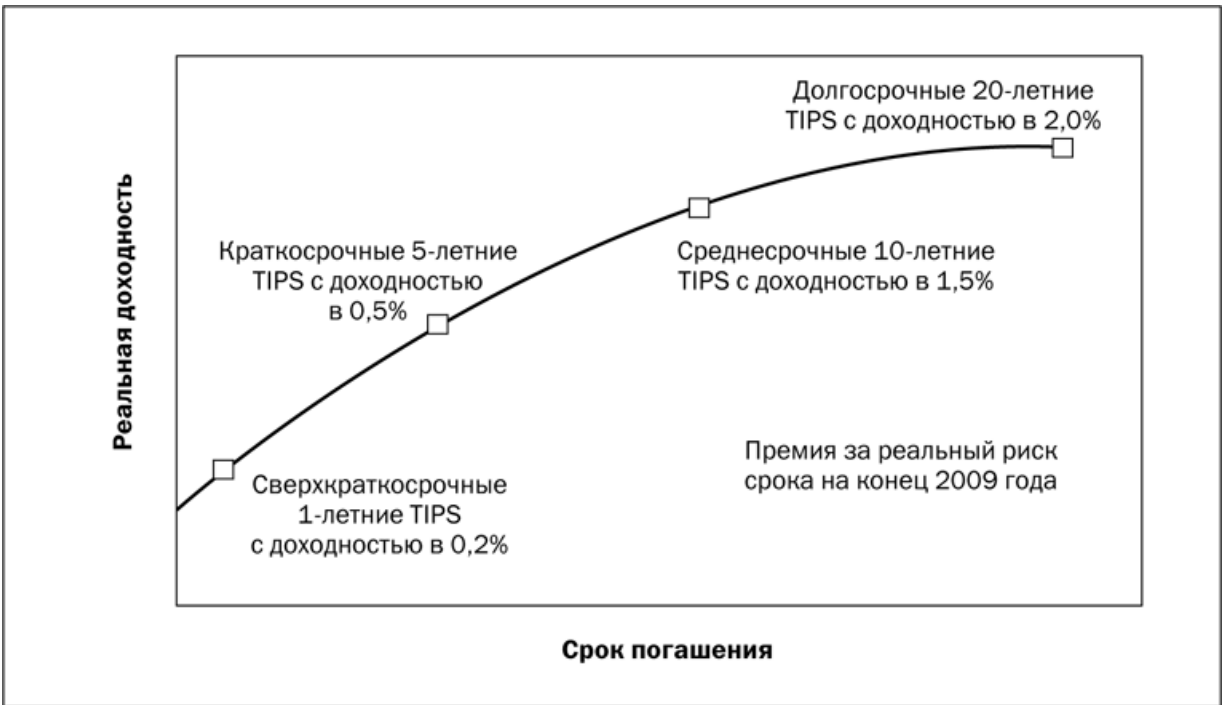
Дюрация является аппроксимацией риска срока погашения для облигации. Вообще говоря, она является оценкой изменения цены при изменении общих процентных ставок на 1%. Дюрация вычисляется исходя из срока погашения облигации и установленной для нее процентной ставки. Допустим, что 10-летняя казначейская облигация имеет 7-летнюю дюрацию. Она аппроксимирует 7%-ную потерю в рыночной стоимости, если процентные ставки повысятся на 1%.

На *рис. 11.5* проиллюстрирован риск срока казначейских ценных бумаг (TIPS) с защитой от инфляции, исходя из разных сроков погашения и дюраций. Поскольку уровень инфляции уже исключен из доходности TIPS, кривая, показанная на *рис. 11.5*, представляет риск срока в чистом виде (подробнее вопросы по TIPS были рассмотрены в главе 8).

#### **РИСУНОК 11.5**

---

Премии, получаемые инвесторами при изменении дюрации их портфеля ценных бумаг с фиксированной доходностью по всему спектру сроков погашения облигаций



На *рис. 11.5* представлена премия, получаемая инвесторами при изменении дюрации их портфеля ценных бумаг с фиксированной доходностью по всему спектру сроков погашения облигаций. Инвесторы могут повышать или снижать этот ожидаемый риск и доходность, повышая или снижая дюрацию. Например, инвесторы могут повысить свою ожидаемую доходность приблизительно на 0,5%, повысив дюрацию своего портфеля приблизительно с 3 до 6 лет. Это также приводит к повышению риска фиксированной доходности, поскольку в случае повышения процентных ставок убытки окажутся боими.

**Ожидаемая доходность казначейских облигаций = доходность казначейских векселей + премия за риск срока**

Риск срока присущ всем облигациям. Корпоративные, муниципальные и иностранные облигации — все они характеризуются риском срока, который отражается в их доходности. Кроме того, этим облигациям присущ также риск снижения кредитного рейтинга или возможного дефолта. Этот кредитный риск приводит к колебаниям цен облигаций независимо от риска срока.

Инвесторы, покупающие облигации с кредитным риском, рассчитывают на получение премии за принятие этого риска. В табл. 11.3 представлены кредитные спреды, которые по сути являются ожидаемыми надбавками по всему спектру сроков погашения облигаций и кредитного качества. Облигации с рейтингами от AAA до ВВВ относятся к облигациям инвестиционного класса, а облигации с рейтингами от ВВ до С относятся к облигациям неинвестиционного класса (иногда их называют высокодоходными, или бросовыми, облигациями). По мере приближения срока погашения облигаций надбавка за кредитный риск повышается, поскольку со временем неопределенность выплаты процентов повышается.

**Корпоративные облигации = казначейские облигации + премия за кредитный риск**

**ТАБЛИЦА 11.3**

Средние значения спреда корпоративных облигаций США по сравнению с казначейскими ценными бумагами

Кредитный рейтинг	Краткосрочные (1–5 лет)	Среднесрочные (6–10 лет)	Долгосрочные (11–30 лет)
<b>Наивысшее качество (AAA–AA)</b>			
Низкая премия за кредитный риск	0,4	0,6	0,7
<b>Хорошее качество (A– ВВВ)</b>			
Более высокий кредитный риск	0,8	1,0	1,1
<b>Удовлетворительное качество (ВВ–В)</b>			
Кредитный риск и некоторый риск дефолта	2,4	2,6	2,7
<b>Низкое качество (ССС–С)</b>			
Кредитный риск высокий риск дефолта	6,0–15,0	6,0–20,0	10,0–20,0

Источник: Bloomberg, Federal Reserve, Wall Street Journal.

Обратим внимание на рынок акций. Акции присущ больший риск, чем корпоративным облигациям. Владение акциями не гарантирует получение дохода от прироста стоимости или выплат; в случае банкротства компании выплаты акционерам осуществляются в последнюю очередь, а совет директоров может урезать дивиденды, выплачиваемые на обыкновенные акции, без одобрения со стороны акционеров. Все это отражается в более высокой волатильности цен акций по сравнению с облигациями.

На *рис. 11.6* показана скользящая 10-летняя премия за риск акций, основанная на 10-летней доходности акций, измеренной индексом CRSP 1–10 Total U.S. Stock Market Index, в сравнении с 10-летней доходностью долгосрочных корпоративных облигаций, измеренной индексом Barclays Long-Term Corporate Bond Index. Этот рисунок отражает дополнительную величину доходности (или убытка), которая обеспечивается обыкновенными акциями компаний США в сравнении с корпоративными облигациями в скользящие 10-летние периоды.

Премия за риск акций очень нестабильна. Разница между 10-летней аннуализированной доходностью акций и облигаций изменялась приблизительно от  $-8\%$  до  $+18\%$ . Если бы это можно было точно прогнозировать! Но такой возможности нет. Следовательно, инвестору не остается ничего другого, как выбрать какую-либо долгосрочную стратегическую позицию с долгосрочной оценкой премии за риск. С учетом риска акций и текущей оценки стоимости данного рынка вполне разумным прогнозом долгосрочной премии за риск акций является премия в  $3\%$  в годовом исчислении по сравнению с долгосрочными корпоративными облигациями. Я придерживаюсь консервативной точки зрения на премию за риск акций по сравнению с корпоративными облигациями и предпочитаю говорить о  $2\%$ -ной аннуализированной ожидаемой премии.

#### **РИСУНОК 11.6**

---

Скользящая 10-летняя премия за риск акций в сравнении с корпоративными облигациями



**Ожидаемая доходность акций компаний США = ожидаемая доходность долгосрочных корпоративных облигаций + премия за риск акций**

Существуют и другие премии за риск, которые можно применить к ожидаемой доходности портфеля в дополнение к риску, присущему рынку акций. Например, акции стоимости компаний малой капитализации имеют четко выраженную премию за риск по сравнению с акциями компаний высокой капитализации. Существуют дополнительные премии за риск, выплачиваемые за инвестирование в малые компании, а также за инвестирование в компании стоимости, отличающиеся меньшей финансовой надежностью. *Рис. 11.7* иллюстрирует скользящую 10-летнюю премию за риск акций стоимости компаний малой капитализации по сравнению с доходностью общего рынка акций США.

На протяжении многих лет премия к доходности за риск акций стоимости компаний малой капитализации была достаточно высокой и стабильной. В среднем эта премия за риск (в годовом исчислении, или аннуализированная) составляла около 5%. Было отмечено лишь небольшое число скользящих 10-летних периодов, когда доходность акций стоимости компаний малой капитализации не превосходила



доходность общего рынка акций. Я придерживаюсь консервативной точки зрения на премию за риск акций стоимости компаний малой капитализации по сравнению с общим рынком акций и предпочитаю говорить о 3%-ной ожидаемой премии в годовом исчислении.

Доходность акций стоимости компаний малой капитализации = ожидаемая доходность рынка США + премия за малую капитализацию + премия за стоимость

### РИСУНОК 11.7

Скользящая 10-летняя премия за риск к доходности акций стоимости компаний малой капитализации FF за вычетом доходности общего рынка акций



### ИЛЛЮСТРАЦИЯ СУММИРОВАНИЯ ПРЕМИЙ ЗА РИСК

Данные табл. 11.4 дают наглядное представление о суммировании премий за риск. Это пример наложения рисков, которое позволяет оценить ожидаемую долгосрочную доходность того или иного класса активов. Сведения об уровнях ожидаемых премий за риск в данной главе являются собственной оценкой автора, которая может не совпадать с другими источниками.

В табл. 11.4 представлены как реальная, так и совокупная доходность, чтобы продемонстрировать инфляцию, учтенную в

доходности всех классов активов. Если уровень инфляции превышает 3%, то совокупная доходность классов активов будет выше, и наоборот. Данные по доходности в *табл. 11.4* не включают всех ожидаемых премий за риск для множества разных рисков, известных на рынках. Существует много других рисков, уникальных для отдельных инструментов и также заслуживающих премии к доходности. Некоторые из этих премий за риск используются для вычисления долгосрочной доходности рынка в конце главы.

**ТАБЛИЦА 11.4**

Примеры ожидаемой доходности, вычисляемой путем суммирования премий за риск

Виды доходности	Казначейские векселя	Среднесрочные казначейские ноты	Среднесрочные корпоративные облигации	Акции компаний высокой капитализации	Акции компаний малой капитализации
Реальная безрисковая доходность, %	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Премия за риск срока (среднесрочный), %		1,5	1,5	1,5	1,5
Премия за кредитный риск (среднесрочный), %			1,0	1,0	1,0
Премия за риск акций, %				2,0	2,0
Премия за риск акций стоимости, %					2,0
Премия за риск акций компаний малой капитализации, %					1,0
Реальная ожидаемая доходность, %	0,5	2,0	3,0	5,0	8,0
Инфляция, %	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Совокупная ожидаемая доход-	3,5	5,0	6,0	8,0	11,0

## МОДЕЛЬ № 2. ПРОГНОЗИРОВАНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКОГО ФАКТОРА

Второй метод вычисления ожидаемой рыночной доходности заключается в использовании подхода «сверху вниз» при допущении условий экономического роста. Валовой внутренний продукт (ВВП) — это сумма всех товаров и услуг, произведенных или проданных государством. Цель ФРС заключается в обеспечении роста ВВП. ФРС пытается управлять этим ростом путем внесения соответствующих изменений в монетарную политику. Этот рост составляет около 3% (с поправкой на инфляцию).

Приблизительно 10% ВВП, создаваемого компаниями, в конечном счете возвращается компаниям в виде прибыли. В течение длительного времени этот показатель остается достаточно стабильным. Поскольку прибыль компаний в конечном счете отражается на цене акций, то для прогнозирования доходности акций роста можно использовать прогнозы экономического роста.

Ниже приведена простая формула, по которой можно вычислить ожидаемую доходность рынка акций, воспользовавшись методом роста прибыли:

**Доходность акций = рост прибыли в расчете на акцию + дивиденды в денежной форме + изменение курсовой стоимости акции**

Чтобы лучше понять эту модель, следует объяснить каждую переменную.

### **1. Рост прибыли.**

Главным фактором долгосрочной доходности фондового рынка является прибыль компаний. Чем бою прибыль получают компании, тем больше вырастет рынок акций относительно инфляции. Прибыль является производной от роста ВВП.

### **2. Дивиденды в денежной форме.**

Многие компании США выплачивают часть своей прибыли в виде дивидендов в денежной форме. В конце 2009 г. ставка дивидендов на общий рынок акций США составила около 2%. Рост дивидендных

выплат составлял приблизительно 3% в год, что было несколько меньше, чем рост прибыли компаний. Этот рост изменяется из-за проблем с капитализацией и решений, принимаемых советами директоров компаний и касающихся, в частности, государственной политики налогообложения. Несмотря на то что более высокие дивиденды привлекательны для инвесторов, заинтересованных в повышении своих доходов, бесплатных обедов, как известно, не бывает. Выплата более высоких дивидендов означает уменьшение объема наличности у компаний, которую они могли бы инвестировать, а это, в свою очередь, означает уменьшение ожидаемых темпов роста прибыли компаний в будущем. К тому же в США существует такое явление, как двойное налогообложение дивидендов. Прибыль компаний облагается налогом на уровне компаний и еще раз в индивидуальном порядке, если акционерам выплачиваются дивиденды.

### **3. Изменение курсовой стоимости акций.**

Стоимость — это цена, которую готовы заплатить инвесторы за доход величиной в 1 долл. Если инвесторы полагают, что реальная прибыль компаний повысится, то они будут готовы заплатить больше за ожидаемый (прогнозируемый) поток прибыли. Таким образом, отношение цены к прибыли (P/E) повышается. Если же экономическая ситуация ухудшается, то P/E акций, как правило, снижается в результате снижения цен. Изменение стоимости влияет на доходность инвестиций в целом, но оно не оказывает никакого влияния на выплату дивидендов.

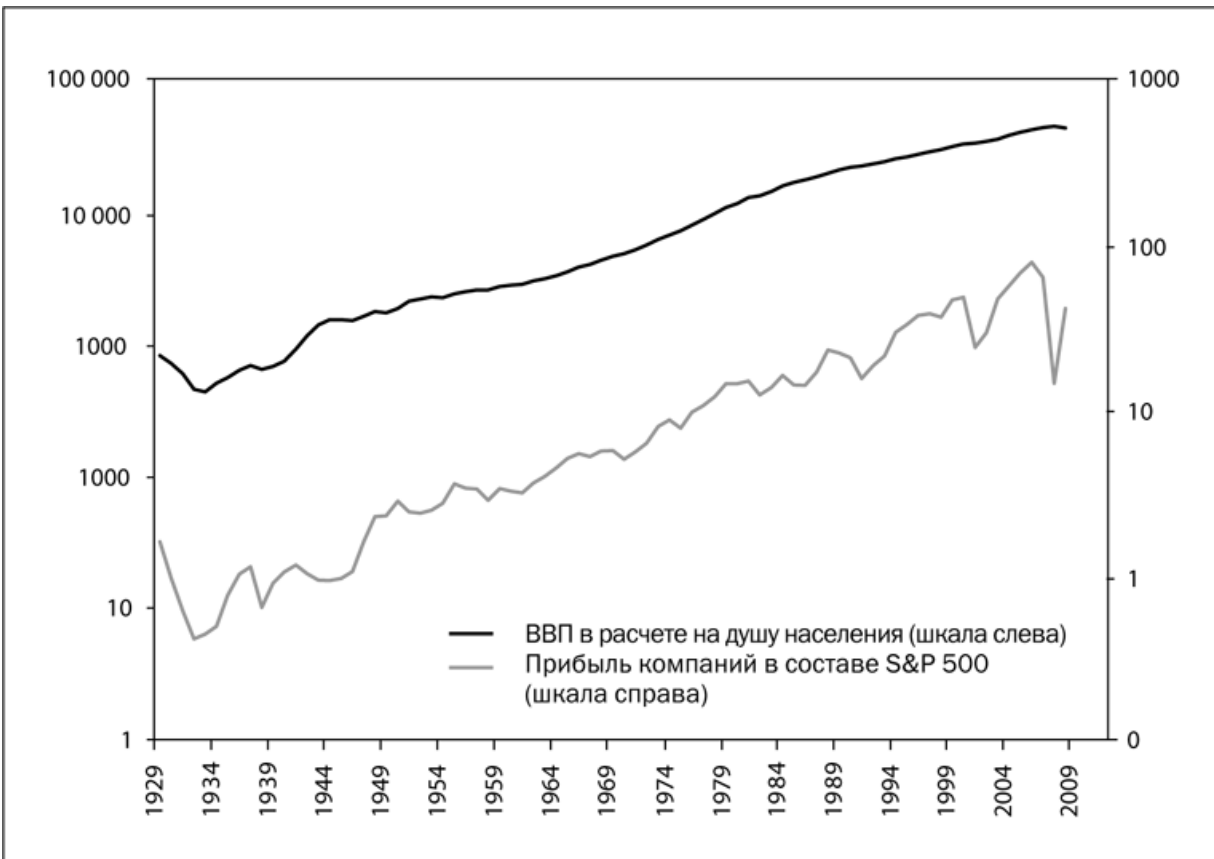
Прогнозирование роста доходов можно выполнить на основе показателя «ВВП в расчете на душу населения».

ВВП в расчете на душу населения — это стоимость всех товаров и услуг, произведенных или проданных в государстве на протяжении года, деленная на численность населения страны. Существует непосредственная и устойчивая взаимосвязь между ростом ВВП в расчете на душу населения и ростом прибыли компаний (изображение на *рис. 11.8* четко иллюстрирует эту взаимосвязь).

**РИСУНОК 11.8**

---

Рост прибыли компаний, входящих в индекс S&P 500, имеет высокую корреляцию с ростом ВВП в расчете на душу населения



Долгосрочная корреляция между годовым ростом ВВП в расчете на душу населения и ростом прибыли компаний, входящих в S&P 500, превышает +0,9. Эта корреляция оказывается выше, если прибыль сглаживается за 10-летний период, чтобы снизить влияние падения прибыли, обусловленного экономическим спадом.

## ФРС И РОСТ ВВП

Федеральная резервная система решает две главные задачи: во-первых, обеспечивать полную занятость населения путем обеспечения контролируемого роста ВВП и, во-вторых, сдерживать инфляцию. В сущности, ФРС пытается обеспечивать рост экономики на уровне около 3% в год (с поправкой на инфляцию). Это стимулирует неуклонное создание рабочих мест и сдерживает инфляцию на приемлемом уровне. Если экономика растет быстрее, чем на 3% в год,

это может привести к несоответствию спроса и предложения, что, в свою очередь, может привести к повышению уровня инфляции.

ФРС контролирует экономический рост путем принятия соответствующих решений в области монетарной политики. Такие решения касаются главным образом корректировки краткосрочных процентных ставок, которые применяются банками друг по отношению к другу, когда речь идет о так называемых ссудах «овернайт». Краткосрочные ставки могут влиять на процентные ставки по ипотеке и на другие ссудные проценты. Эти ставки, в свою очередь, оказывают непосредственное влияние на поведение потребителей и компаний в отношении заимствования, а это оказывает непосредственное влияние на экономическую деятельность. В определенном смысле можно говорить, что ФРС — это тот самый пресловутый «хвост, который вертит собакой».

Трудно вообразить 3%-ный реальный рост ВВП в США, учитывая накапливающийся федеральный дефицит, взлетевший до небес дефицит в отдельных штатах, торговый дефицит, стареющее население, весьма вероятный рост налогов, чтобы покрыть весь этот дефицит. С другой стороны, в обозримом будущем прибыль компаний может увеличиваться быстрее, чем ВВП, за счет роста производительности труда, обусловленного технологическими достижениями, сокращения рабочей силы и более высокого процента прибыли, поступающей от зарубежных подразделений американских транснациональных корпораций. Таким образом, несмотря на то, что добиться 3%-ного реального роста ВВП в США было бы очень нелегко, такой рост может все же иметь место, а это очень важный показатель с точки зрения повышения стоимости акций.

## **ДИВИДЕНДЫ И РЫНОЧНАЯ ОЦЕНКА**

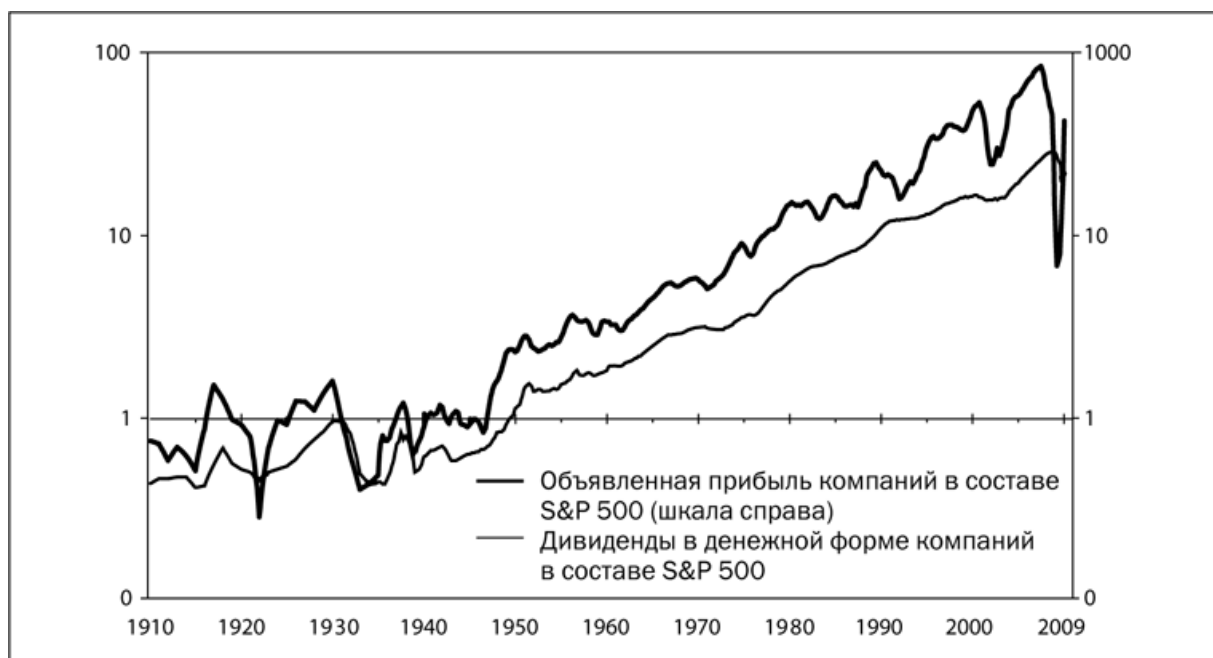
Процент прибыли компаний, выплачиваемой в виде дивидендов в денежной форме, не превышает 30%, хотя в последние годы этот показатель несколько повысился. Выплата дивидендов в денежной форме может изменяться в зависимости от текущей прибыли, экономических перспектив в целом, обратного выкупа акций, инвестиционных возможностей, изменений в налоговом законодательстве и множества других факторов. На достаточно

продолжительном отрезке времени выплаты дивидендов в денежной форме должны расти в соответствии с ростом прибыли. На *рис. 11.9* представлен рост прибыли компаний в составе S&P 500 и рост дивидендов начиная с 1950 г.

Общепринятым показателем стоимости акций является коэффициент P/E (цена/прибыль). Многие инвесторы отслеживают P/E, пытаясь определить моменты, когда акции стоят дешево, а когда — дорого. Кривые на *рис. 11.10* демонстрируют значения коэффициента P/E за период 1950–2009 гг. на основании средней величины прибыли за 10 лет. Источником этой информации является база данных<sup>[36]</sup> профессора Роберта Шиллера<sup>[37]</sup>. Отмечено несколько периодов, когда соотношение P/E было высоким, хотя ни в одном из этих случаев не поднималось до уровня спекулятивной надбавки на акции, которая существовала в конце 1990-х годов.

#### РИСУНОК 11.9

Рост прибыли компаний, входящих в S&P 500, и рост дивидендов



Есть пара моментов, на которые следует обратить внимание инвесторам, отслеживающим P/E.

1. Коэффициенты P/E повышаются или снижаются при изменении уровня инфляции. Если инфляция повышается, то приведенная

стоимость будущей прибыли снижается, а это вызывает снижение тренда на фондовом рынке и обуславливает снижение P/E. Уменьшение инфляции приводит к повышению цены акций вследствие повышения покупательной способности будущей прибыли. Влияние инфляции на стоимость акций четко просматривается на *рис. 11.9*.

#### РИСУНОК 11.10

Соотношение P/E на основании средней величины доходов за 10 лет



2. Если большинство инвесторов полагает, что прибыль компаний будет расти быстрее, чем в среднем, то цены акций повысятся в предвкушении более высокой прибыли. Подобный рост цен приводит к увеличению P/E рынка. Именно это обусловило рост рынка в конце 1990-х годов. Рост прибыли в этот временной период был устойчивым, и инвесторы полагали, что в результате быстрого развития технологий он продолжится. Однако когда надежды на рост прибыли не оправдались, цена акций снизилась до уровня, близкого к обычному.

В краткосрочной перспективе спекуляция может привести к повышению цен акций, но в долгосрочной перспективе реальной движущей силой цены акций является рост прибыли. Спекулятивные колебания цен акций непредсказуемы, поэтому нет смысла пытаться



вводить в долгосрочный прогноз некую «спекулятивную переменную». Скорее, для последующих прогнозов предполагается, что P/E остается постоянным на уровне 18%, что является нормальным уровнем для периода низкой инфляции. Эта константа помогает устранить спекулятивный «шум».

## **ПРОГНОЗИРОВАНИЕ ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТИ**

Прогнозировать доходность облигаций проще, чем прогнозировать доходность акций. В самой долгосрочной перспективе движущей силой доходности акций является рост прибыли компаний, а также деньги, выплачиваемые в качестве дивидендов на акции. Единственным фактором, который влияет на будущую доходность облигаций, являются процентные ставки. Формула для вычисления ожидаемой долгосрочной доходности облигаций выглядит так:

Доходность ценных бумаг с фиксированной доходностью = доходность при покупке +  
изменение доходности

Изменение доходности = изменение ставки инфляции, реальной безрисковой ставки и  
кредитных спредов

Если вы покупаете 5-летнюю корпоративную облигацию, доходность которой до погашения составляет 3%, а процентные ставки остаются неизменными до наступления срока погашения, то ваша годовая доходность по истечении 5 лет составит 3%. В этом примере мы предполагаем, что все процентные выплаты реинвестируются. Если же процентные ставки изменяются, то ваша совокупная доходность может оказаться выше или ниже в зависимости от направления изменения процентных ставок. Это обусловлено различиями в ставке реинвестирования процентных выплат. Если процентные ставки повышаются до наступления срока погашения ваших облигаций, то процентные выплаты будут реинвестироваться по более высоким ставкам и ваша доходность окажется выше 6%. При снижении процентных ставок верно обратное — доходность окажется ниже 6%.

Официальный показатель инфляции и ожидания относительно будущей инфляции — вот две основные движущие силы процентных

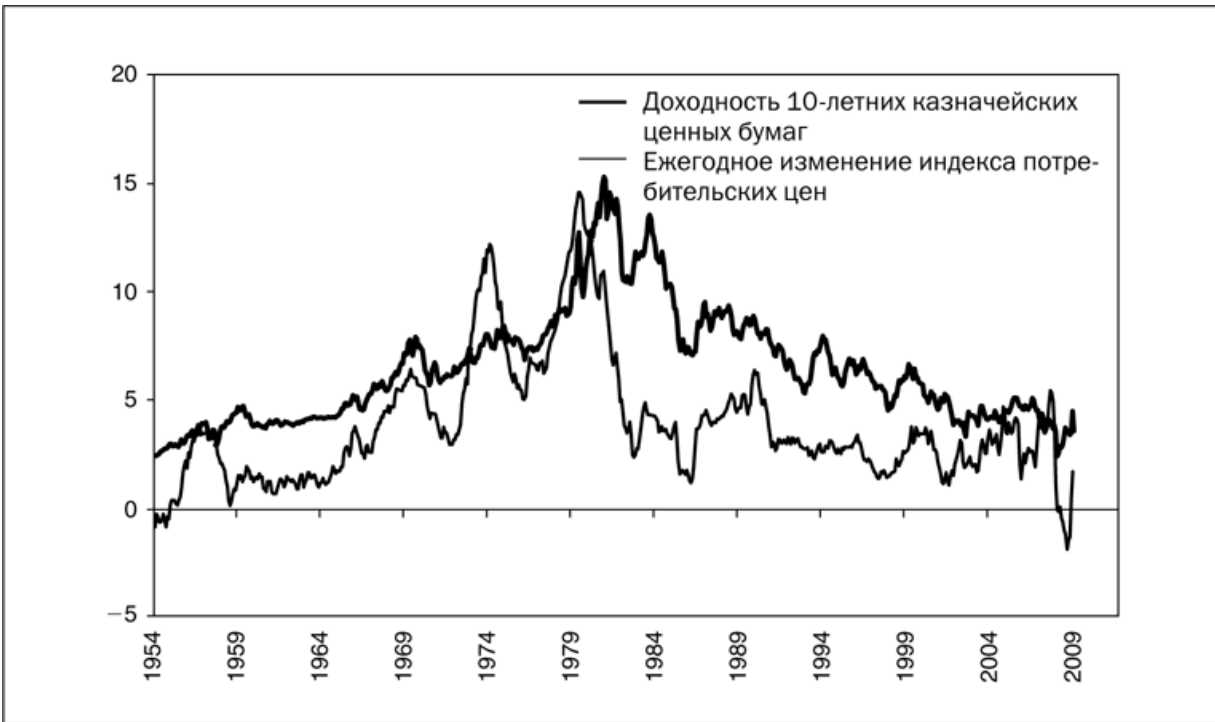
ставок. Если фактическая инфляция повышается, то процентные ставки тоже повышаются, а цены облигаций снижаются. Если же инфляция оказывается ниже (то есть имеет место дефляция), то процентные ставки снижаются, а цены облигаций растут. Перемены в прогнозируемой инфляции изменяют процентные ставки таким же образом, как и фактическая инфляция. Однако если прогнозы не оправдаются, то процентные ставки вернутся к своему исходному уровню. Кривые графика на *рис. 11.11* иллюстрируют обратную взаимосвязь между уровнем инфляции и доходностью казначейских нот.

На *рис. 11.11* видны периоды наибольшей волатильности процентных ставок в экономической истории США. С начала 1960-х до начала 1980-х годов инфляция подскочила до 15%. Это привело к колоссальным продажам на рынке облигаций. К 1982 г. инфляция снизилась так же быстро, как и возросла, что создало условия для самого значительного в истории роста доходности облигаций, который оказался весьма непродолжительным, поскольку инвесторы *полагали*, что уровень инфляции снова начнет повышаться. Однако этим опасениям не суждено было сбыться. С начала 1980-х годов инфляция снизилась до небольших двузначных величин, а в 2008 г. опустилась ниже 0% (это явление известно как *дефляция*). В результате доходность казначейских облигаций достигла самого низкого уровня за 60 лет.

#### **РИСУНОК 11.11**

---

Процентные ставки повторяют колебания инфляции



Третьей движущей силой процентных ставок является изменение реальной безрисковой ставки. Реальная доходность представляет собой доходность облигации с учетом инфляции. Самым удобным способом уяснения изменений реальной безрисковой ставки является наблюдение за изменениями казначейских ценных бумаг с защитой от инфляции (TIPS). Одной из причин изменения спредов по TIPS являются налоги. Когда инфляция приводит к повышению процентных ставок, тотчас же повышается номинальная стоимость TIPS. Поскольку боие налоги приходится выплачивать в периоды высокой инфляции, реальная доходность облигаций должна быть выше. Как указывалось в главе 8, налоги уплачиваются на совокупные доходы казначейских облигаций независимо от того, чем эти доходы обусловлены — ростом инфляции или выплатой процентов.

Существует несколько других движущих сил процентных ставок, специфических для конкретных типов облигаций. По корпоративным облигациям выплачивается премия за кредитный риск. Спред между казначейскими и корпоративными облигациями будет увеличиваться или уменьшаться с изменением ситуации в экономике. Закладным присущ риск досрочного погашения. Доходность любого ипотечного

фонда зависит от количества платежей в погашение займа, которые происходят на рынке ипотеки.

Проблема с прогнозированием процентных ставок заключается в том, что практически невозможно предсказать изменение инфляции или кредитных спредов. Именно в таких случаях может помочь Федеральная резервная система. ФРС стремится обеспечивать приемлемый диапазон инфляции (2–3%). Когда инфляция превышает 4%, это вызывает беспокойство членов совета директоров ФРС, что, как правило, заставляет его повышать процентные ставки.

## ВЫРАБОТКА ПРОГНОЗА

Мы проанализировали различные движущие силы рыночной доходности, включая риск активов, денежные выплаты в виде процентов и дивидендов, рост прибыли и экономические предпосылки. Эти данные были использованы для формирования табл. 11.5. За период 1980–2009 гг. уровень инфляции составлял в среднем 3%. Если бы он был выше или ниже, то значения в столбце «Доходность с учетом 3%-ной инфляции» также изменились бы в ту или другую сторону.

Табл. 11.5 представляет собой консервативную оценку автором этой книги рыночной доходности на последующие 30 лет. Нет никакой гарантии, что любые из этих прогнозов окажутся точными. Тем не менее они ничуть не хуже любых других рыночных прогнозов, сделанных с помощью практических методов и выполненных с соблюдением определенной дисциплины.

**ТАБЛИЦА 11.5**

Оценка облигаций, акций и REIT на последующие 30 лет при допущении 3%-ной инфляции

Классы активов	Реальная доходность, %	Доходность с учетом 3%-ной инфляции, %	Риск*, %
<b>Ценные бумаги с фиксированной доходностью, обеспеченные государством</b>			
Казначейские векселя (срок погашения — 1 год)	0,5	3,5	1,5

Среднесрочные казначейские ноты	1,5	4,5	5,0
Долгосрочные казначейские облигации	2,0	5,0	5,5
Ипотечные облигации GNMA	2,0	5,0	8,0
Среднесрочные муниципальные облигации, освобожденные от налогов (рейтинг А)	1,5	4,5	5,0
<b>Корпоративные ценные бумаги с фиксированной доходностью и ценные бумаги с фиксированной доходностью развивающихся рынков</b>			
Среднесрочные корпоративные облигации высокого инвестиционного класса (AAA–BBB)	2,3	5,3	5,5
Долгосрочные облигации инвестиционного класса (AAA–BBB)	2,8	5,8	8,5
Среднесрочные высокодоходные корпоративные облигации (B–BB)	4,0	7,0	15,0
Иностранные государственные облигации (нехеджированные)	2,5	5,5	7,0
<b>Обыкновенные акции компаний США и REIT</b>			
Акции компаний США высокой капитализации	5,0	8,0	15,0
Акции компаний США малой капитализации	6,0	9,0	20,0
Акции компаний США микрокапитализации	7,0	10,0	25,0
Акции стоимости компаний США малой капитализации	8,0	11,0	25,0
REIT (инвестиционные трасты недвижимости)	5,0	8,0	15,0
<b>Акции иностранных компаний (нехеджированные)</b>			
Акции компаний развитых стран	5,0	8,0	17,0
Акции компаний малой капитализации развитых стран	6,0	9,0	22,0
Акции стоимости компаний малой капитализации развитых стран	8,0	11,0	27,0
Акции компаний развивающихся рынков, включая страны с пограничной экономикой	8,0	11,0	27,0

\*Оценка риска представляет собой приближенное значение стандартного отклонения годовой доходности.

## **ВЫВОДЫ**

Принятие рыночных прогнозов является важным шагом в создании надлежащего распределения активов. Невозможно сказать точно, какой окажется рыночная доходность или величина значений экономических индикаторов в предстоящие 30 лет, но существуют устойчивые факторы, которые безоговорочно влияют на степень рыночной доходности. Скорее всего, эти факторы сохранят свою стабильность и в будущем.

Учитывая, что ошибки при составлении прогнозов неизбежны, любой прогноз должен всегда стремиться к тому, чтобы ошибки совершались в консервативную сторону. Лучше рассчитывать на более низкую доходность и затем с радостью обнаружить, что она оказалась выше прогнозируемой, чем полагаться на радужный прогноз, а затем узнать, что доходность оказалась ниже прогнозируемой, в то время как вы потратили значительную часть своих сбережений в расчете на более высокие доходы в будущем. И вообще, умные люди говорят, что, надеясь на лучшее, следует всегда быть готовым к худшему. (Или, говоря по-другому, не торопитесь очаровываться, чтобы впоследствии не пришлось разочароваться.)

Хотя невозможно заранее знать, какой окажется фактическая доходность на рынках в предстоящие 30 лет, взаимосвязь между риском и доходностью вполне предсказуема. Акциям компаний малой капитализации присущ больший риск, чем акциям компаний высокой капитализации; в будущем акции компаний малой капитализации должны обеспечить боую доходность, чем акции компаний высокой капитализации. Корпоративным облигациям присущ больший риск, чем казначейским облигациям, и в будущем они должны обеспечить боую доходность, чем казначейские облигации. Зная порядок инвестиционных рисков и сравнительную доходность, вы можете перейти к следующему шагу — созданию распределения активов, отвечающего вашим индивидуальным потребностям.

# Формирование портфеля

### КЛЮЧЕВЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

- Надлежащее распределение активов должно отвечать потребностям инвестора.
- Совокупный риск не может быть выше устойчивости инвестора к риску.
- Метод жизненного цикла является подходящей отправной точкой.
- Модифицированная версия правила: «Ваш возраст — в облигациях» — также может пригодиться.

Успешный инвестиционный план — тот, что специально разработан для человека, который намеревается его использовать. Несмотря на то что варианты распределения активов разных инвесторов будут в той или иной мере схожи, тем не менее, распределение активов каждого отдельно взятого инвестора окажется уникальным и отличным от других. В этой и двух последующих главах приведено примерное руководство по разработке инвестиционного плана, отвечающего потребностям конкретного инвестора.

В литературе, посвященной теме распределения активов, обычно приводится несколько примеров портфелей, и в этом смысле данная книга не является исключением. Портфели, о которых рассказывается в этой главе, делятся на четыре общих группы в зависимости от стадии жизни инвестора. Представленные здесь образцы портфелей являются по своей сути обобщенными и должны рассматриваться лишь как руководство, которым можно пользоваться при планировании вашего собственного портфеля.

Неписаное правило: «Ваш возраст — в облигациях» — представляет собой упрощенный метод для определения величины риска, закладываемого в портфель. Этот метод очень хорош для молодых инвесторов, тогда как для людей пенсионного и

предпенсионного возраста он подходит в гораздо меньшей степени. Обсуждаются поправки к этой модели, которые приводят к распределению активов инвестора в соответствии с его реальными жизненными обстоятельствами.

## **ЗАВИСИМОСТЬ ИНВЕСТИРОВАНИЯ ОТ ВОЗРАСТА ИНВЕСТОРА**

В течение жизни ваш вариант распределения активов будет несколько раз меняться по мере изменения ваших жизненных обстоятельств и ресурсов, которыми вы располагаете. Как правило, возраст инвестора оказывает значительное влияние на решения, касающиеся распределения активов, но не столько потому, что человек стареет и уже в силу этого склонен принимать более консервативные и осторожные решения, сколько потому, что на протяжении своей профессиональной карьеры люди преобразуют свой труд в активы, а затем, выйдя на пенсию, живут за счет этого. К тому же люди разных возрастов имеют разные финансовые желания и потребности, а это коррелирует с разным восприятием инвестиционного риска.

В своей книге *Protecting Your Wealth in Good Times and Bad*<sup>[38]</sup> («Защита вашего состояния в хорошие и плохие времена») я распределяю инвесторов на четыре общие группы исходя исключительно из их возраста: молодые «экономы», «накопители» среднего возраста, люди предпенсионного и начального пенсионного возраста, пожилые пенсионеры. Материал, представленный в данной главе, представляет собой краткий обзор перечисленных групп и описание того, как людям, пребывающим на той или иной стадии своего жизненного цикла, следует подходить к управлению собственным инвестиционным портфелем.

Итак, авторская классификация групп инвесторов...

### ■ **«Молодые экономы»**

Так можно назвать инвесторов, пребывающих на начальной стадии своей профессиональной карьеры и семейной жизни. Несмотря на то что они, как правило, начинают с небольшого объема активов, амбиций таким инвесторам не занимать. Эта группа включает людей в возрасте 20–39 лет.



- **«Накопители» среднего возраста**

Это инвесторы, пребывающие на зрелой стадии своей профессиональной карьеры и семейной жизни. Они любители скапливать множество вещей, начиная с автомобилей и заканчивая жилыми домами, бытовой техникой и детьми. «Накопители» среднего возраста — люди около 40–59 лет — уже осознали свои истинные возможности и степень прочности занимаемого положения и хорошо представляют, на что могут реально рассчитывать в этой жизни.

- **Люди предпенсионного и начального пенсионного возраста**

В данную возрастную группу входят люди, готовящиеся к выходу на пенсию; переходящие от трудовой деятельности к активному образу жизни на пенсионном обеспечении. Эта стадия обычно охватывает людей в возрасте 60–79 лет.

- **Пожилые пенсионеры**

Это инвесторы от 80 лет и старше, уже давно пребывающие на пенсионном обеспечении. Они уже не столь активны, как прежде, из-за проблем с собственным здоровьем или самочувствием супруги/супруга. Потребности пожилых пенсионеров существенно отличаются от потребностей людей из любой другой возрастной группы. Их жизненные чаяния простираются от забот о поддержании здоровья до решения проблем долгосрочного медицинского ухода и минимизации налогов на имущество. На этой стадии финансовые вопросы зачастую обсуждаются с детьми, другими членами семьи или с профессиональным опекуном.

Инвесторы на всех стадиях жизненного цикла имеют ряд схожих финансовых целей и решают ряд одинаковых проблем. К числу таких схожих целей относятся стремление к финансовой безопасности и желание платить как можно меньший подоходный налог. Схожей проблемой, которую приходится решать всем инвесторам, независимо от возраста, является избежание любыми способами ситуации, когда полностью исчерпались деньги на счетах или нет возможности оплатить необходимые медицинские услуги.

Однако между инвесторами разных возрастов существуют значительные различия. К их числу относятся проблемы, которые приходится решать в ходе профессиональной карьеры, семейные ситуации, устойчивость к риску, базирующаяся на опыте инвестирования, проблемы со здоровьем, а также сильные и слабые стороны отдельно взятого инвестора.

Никогда нельзя с полной уверенностью сказать, что ждет нас в будущем; это касается любого жизненного аспекта. Поэтому формирование портфеля представляется чем-то вроде картинки-головоломки, которую приходится складывать в отсутствие всех необходимых фрагментов. Мы пытаемся сбалансировать правильное техническое решение, основываясь на известных нам фактах, а также на предположениях относительно будущего.

Поведение также является субъективным «входным параметром». Бывает, что какие-то события влияют на нас самым непредсказуемым образом. Мы можем лишь гадать, как станем реагировать на внезапное изменение нашего социального статуса, перемены в семейной жизни (вступление в брак или развод) или проблемы со здоровьем. Надлежащее распределение активов должно характеризоваться высокой математической вероятностью достижения ваших финансовых целей и в то же время быть совместимо с вашей возможной эмоциональной реакцией на те или иные неожиданные события. Цель данной главы — рассмотреть вопросы, которые влияют на техническую составляющую решения, связанного с распределением активов, поведенческие же аспекты этого решения рассматриваются в главе 13.

## **ДВА ПОРТФЕЛЯ ДЛЯ КАЖДОЙ ВОЗРАСТНОЙ ГРУППЫ ИНВЕСТОРОВ**

Рассмотрим же внимательно четыре возрастных стадии жизненного цикла человека, определяющие наши инвестиционные решения. Для каждой возрастной группы инвесторов предлагается свой вариант распределения активов. Эти варианты начинаются с общей рекомендации относительно денежной суммы, которой должен располагать инвестор для удовлетворения своих текущих жизненных потребностей и решения проблем, связанных с наступлением в его

жизни тех или иных чрезвычайных обстоятельств; далее следует уровень долгосрочных инвестиционных активов для будущих потребностей; и завершается все уровнем спекулятивных инвестиций. На *рис. 12.1* представлена обсуждаемая ниже трехуровневая пирамида (более подробное объяснение такой инвестиционной пирамиды приведено в главе 1; см. *рис. 1.1*)

### РИСУНОК 12.1

Инвестиционная пирамида ликвидных активов



Середина пирамиды — это ваш долгосрочный инвестиционный портфель. Середина пирамиды и будет главным объектом внимания. Основание пирамиды содержит инвестиции денежного типа, а ее вершина — спекулятивные инвестиции (о них мы также кратко поговорим).

В конце каждой стадии приводятся два образца портфелей, которые охватывают середину пирамиды (раздел долгосрочных инвестиций). Оба образца портфелей обеспечивают широкую диверсификацию по нескольким глобальным классам активов. Первый портфель представляет собой простой вариант распределения с использованием четырех или пяти низкочастотных взаимных фондов или ETF. Второй портфель — более «продвинутой» портфель с несколькими классами активов, использующий 9–12 низкочастотных взаимных фондов или ETF.

Любой из портфелей может служить хорошей отправной точкой или быть использован в неизменном виде. Вы можете начать с одного

из них и добавлять или изымать какие-то из фондов таким образом, чтобы окончательный вариант распределения активов отвечал вашим индивидуальным потребностям. Вы можете ограничить количество фондов в своем портфеле, оставив в нем, например, 12 фондов, поскольку большее их число приводит к снижению доходности портфеля и повышению издержек.

Рекомендуемые взаимные фонды и ETF являются примерами низкозатратных фондов. Подходящие заменители можно найти в инвестиционных категориях у многих управляющих компаний взаимных фондов. Возможно, у вас не будет доступа к одному или нескольким взаимным фондам или ETF, указанным в этой книге, что имеет место для большинства пенсионных планов от работодателя. В таком случае вам придется подыскать самую подходящую замену среди доступных фондов.

Приведенные здесь образцы портфелей должны помочь сузить круг возможных вариантов распределения активов, хотя они могут и не решить вашу конкретную проблему полностью. Необходимо хотя бы кратко рассмотреть и другие вопросы, такие как выплаты, налоги и ваша степень устойчивости к инвестиционному риску (более подробное обсуждение этих тем вы найдете в других главах).

## **1-Я ГРУППА. «МОЛОДЫЕ ЭКОНОМЫ»**

Тремя ключевыми компонентами для составления состояния являются привычка накапливать сбережения, методы инвестирования и управление затратами. Для «молодых экономов» важны метод инвестирования и управление затратами, однако главным компонентом для этой категории инвесторов является выработка привычки делать сбережения. Регулярные сбережения сформируют счет быстрее, чем все остальное, что может сделать молодой человек.

Самая большая ошибка, которую допускают «молодые экономы», заключается в том, что они не учатся сберегать деньги. В идеале молодой человек должен начать процесс накопления с того самого момента, когда он получит свою первую постоянную работу. Величина сбережений на этой стадии вовсе необязательно должна быть большой. Хорошей отправной точкой могут быть 10% от годового дохода. Это можно осуществить посредством сберегательного плана работодателя

(если таковой план существует) или путем непосредственного откладывания на сберегательный счет 10% от ежемесячной заработной платы.

Неспособность к четкому исполнению своего сберегательного плана зачастую представляет собой серьезную проблему для молодых людей. Доходы у начинающих специалистов, как правило, низкие, а расходы растут буквально с каждым днем. Затраты на жилье по-прежнему остаются высокими. Покупка жилья может поглотить более 40% от получаемого дохода, включая налоги и стоимость содержания жилья. Кроме того, к значительному повышению расходов приводит появление в семье потомства, не говоря уж о необходимости копить деньги на образование детей.

Неопределенность с работой является еще одной проблемой для «молодых экономов». Многие молодые люди очень часто не представляют, как будет развиваться их профессиональная карьера и на какие доходы они могут рассчитывать в обозримом будущем. В наши дни людям приходится менять свою профессию чаще, чем прежним поколениям, а это может привести к крушению любого сберегательного плана, как бы тщательно он ни был продуман.

Что может сделать молодой человек, чтобы сформулировать план на будущее, в условиях все более ограниченной суммы свободных денег и неопределенности с профессиональной карьерой? Во-первых, у многих работодателей существует пенсионный план компании, в котором могут участвовать на доналоговой основе работники компании. Молодым инвесторам следует сполна воспользоваться подобной возможностью, особенно если работодатель предоставляет право вносить суммы, посильные для молодых людей. Во-вторых, «молодым экономам» следует разработать такое распределение активов, которое соответствовало бы степени их устойчивости к инвестиционному риску. Не стоит пытаться отслеживать колебания рынка, то есть заниматься спекулятивными инвестициями, или вкладывать деньги в активы, которые принесли наибольший доход в прошлом году. В-третьих, молодым людям следует как можно раньше уяснить, что затраты на инвестирование — вовсе не мелочь. Каждый доллар, потраченный на взаимный фонд с умопомрачительными платежами и высокими комиссионными, — это деньги, выброшенные

на ветер. Последовательный доналоговый сберегательный план, который инвестируется в разумное распределение активов низкозатратных взаимных фондов, — вот идеальный способ начать накапливать состояние на будущее.

### **«Молодые экономай» — распределение активов**

Важным преимуществом молодых инвесторов является избыточный человеческий капитал и время. Их актив заключен в их будущем труде, который они обменивают на капитальные активы на протяжении последующих 40 лет работы. Они могут совершать ошибки при инвестировании, не сильно пострадав при этом, поскольку, во-первых, у них еще нет возможности инвестировать большую сумму денег и, во-вторых, они располагают достаточным временем, чтобы возместить свои потери.

Инвесторы, которым 20–30 лет, должны располагать на своем текущем чековом счете в банке (или в эквиваленте денежного рынка) суммой, позволяющей оплачивать текущие потребности, и иметь средства на случай тех или иных чрезвычайных обстоятельств. Они могут также располагать какой-либо краткосрочной облигацией или депозитом, на который могут откладывать деньги для некой крупной покупки (например, нового жилья).

Формирование долгосрочного распределения активов для молодого человека оказывается подчас более сложной задачей, чем для человека старшего возраста. С одной стороны, у молодых инвесторов почти вся жизнь впереди, поэтому им следовало бы выбрать более агрессивный вариант распределения активов. С другой стороны, их инвестиционный опыт еще весьма невелик; к тому же они не знают, какова их истинная степень устойчивости к риску. Таким образом, несмотря на то, что с точки зрения временной перспективы агрессивный вариант распределения активов может представляться для них вполне подходящим, «молодым экономай» следует поостеречься чрезмерной агрессивности, которая может привести к полной утрате контроля как над своим собственным поведением, так и над инвестиционным портфелем в условиях «медвежьего» рынка.

«Молодые экономай» располагают большим запасом времени, чтобы извлечь выгоду из агрессивного распределения в своем

долгосрочном инвестиционном портфеле. Однако инвестирование всего капитала в акции, по-видимому, все же чересчур агрессивно. Ниже приводятся две причины не формировать инвестиционный портфель из одних акций.

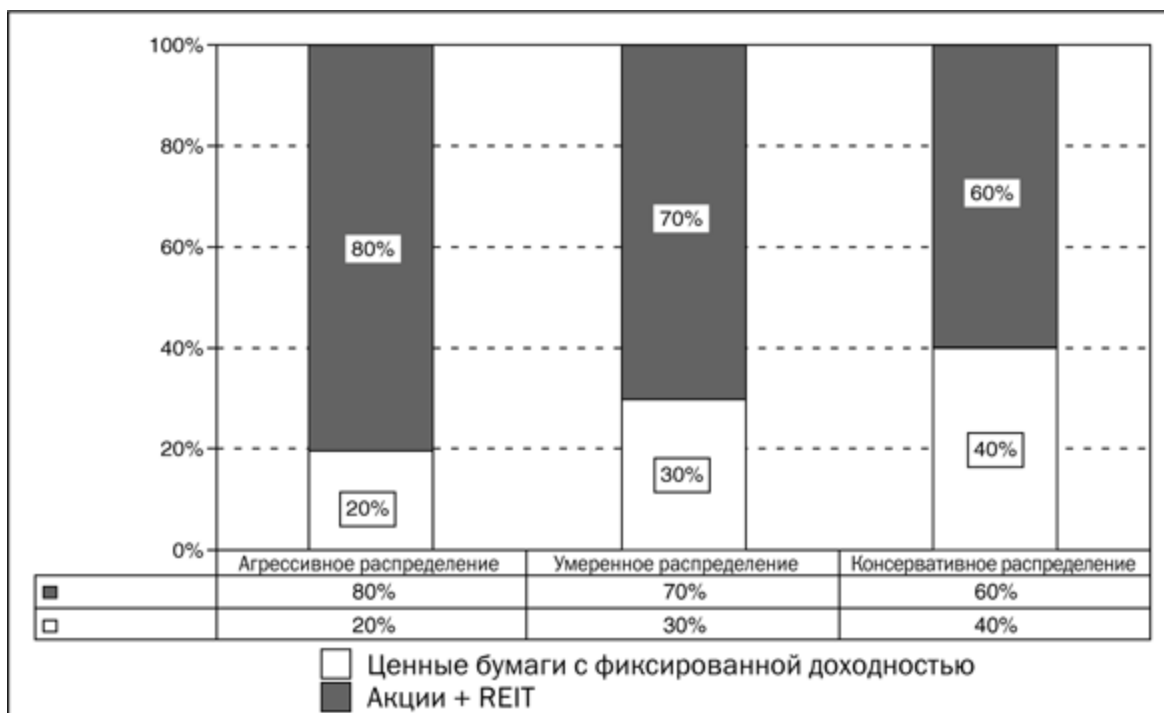
1. Большинство людей не в состоянии все время держать портфель, состоящий только из акций. Волатильность такого портфеля слишком велика, чтобы инвестор мог сохранить присутствие духа в условиях «медвежьего» рынка, причем это относится не только к «молодым экономам», но и ко всем инвесторам без исключения. Можно указать два относительно недавних примера, когда это случилось. Первый пример описывает крах, случившийся в 1987 г., а второй относится ко временам «медвежьего» рынка 2000–2003 гг. В обоих случаях многие инвесторы — и молодые, и пожилые, — которым казалось, что они в состоянии справиться с портфелями, содержащими 100% акций, в конечном счете переменили свое мнение и сократили долю акций в портфеле. На эту вынужденную меру им пришлось согласиться в середине или ближе к концу «медвежьего» рынка, однако существенных убытков избежать все же не удалось.
2. Когда стоимость акций падает, инвесторам следует воспользоваться данной возможностью и приобрести еще больше акций, чтобы повысить долю акций в своем портфеле. Портфель, содержащий 100% акций, не позволяет этого сделать в принципе. Наличие в портфеле 20% облигаций позволит купить дополнительное количество акций на падающем рынке акций.

Интересно отметить, что неправильное понимание риска заставляет многих «молодых экономов» намеренно снижать долю акций в своем портфеле, что приводит к неоправданному снижению его доходности. Согласно данным, приведенным Институтом TIAA-CREF, неожиданно высокий процент молодых работников инвестирует значительную долю активов своих самоуправляемых индивидуальных пенсионных счетов в ценные бумаги с фиксированной доходностью, не приносящие высокого дохода<sup>[39]</sup>. Становясь старше, они, по-видимому,

начинают лучше понимать степень своей устойчивости к риску и повышают долю акций в своем портфеле.

## РИСУНОК 12.2

Варианты распределения активов для «молодых экономов»



Не существует универсального варианта распределения активов, которое можно было бы рекомендовать всем «молодым экономам». На рис. 12.2 показаны подходящие варианты распределения активов для «молодых экономов», имеющих какое-то представление о финансовом риске. Диаграмма на рис. 12.2 представляет распределение активов, которое можно было бы назвать «или... или...» (но не «от... к...»). Иными словами, инвестор выбирает некое фиксированное распределение в акциях между 60 и 80% и все время ориентируется на эту фиксированную цель. Инвесторам не следует переходить от 60 к 80% и обратно исходя из собственного восприятия рыночного риска.

Подходящим усредненным вариантом распределения активов для молодых инвесторов является следующий вариант: около 70% в акциях и 30% в ценных бумагах с фиксированной доходностью. Подобный вариант распределения активов обеспечивает значительное



снижение риска по сравнению с портфелями, содержащими 100% акций, и в то же время оставляет пространство для маневра (то есть изменения баланса). Результатом такого рода подхода является портфель с вполне приемлемым риском, обладающий потенциалом неплохой долгосрочной доходности.

### **«Молодые экономай» — категории классов активов**

После принятия стратегического решения о том, каким должно быть соотношение между акциями и облигациями в инвестиционном портфеле, следующим шагом является распределение категорий. Два портфеля, представленных в *табл. 12.1* и *12.2*, отражают базовое распределение активов и распределение со многими классами активов. Все перечисленные в этих таблицах инвестиции представляют собой низкзатратные взаимные фонды без нагрузки и биржевые фонды.

**ТАБЛИЦА 12.1**

«Молодые экономай» — умеренный базовый портфель (открытые взаимные фонды или ETF)

<b>Класс активов</b>	<b>Процент</b>	<b>Примеры низкзатратных фондов и их тикеры</b>
Акции компаний своей страны	40	Vanguard Total U.S. Stock Market Index (VTSMX) или Vanguard Total U.S. Stock Market ETF (VTI)
Акции иностранных компаний	20	Vanguard Total International Portfolio (VGTSX) или Vanguard FTSE All World ex-U.S. ETF (VEU)
Недвижимость	10	Vanguard REIT Index Fund (VGSIX) или Vanguard REIT ETF (VNQ)
Ценные бумаги с фиксированной доходностью	30	Vanguard Total Bond Market Index (VBMFX) или Vanguard Total Bond Market ETF (BND)

**ТАБЛИЦА 12.2**

«Молодые экономай» — умеренный портфель со многими классами активов (взаимные фонды открытого типа или ETF-версия)

<b>Класс активов</b>	<b>Процент</b>	<b>Примеры низкзатратных фондов и их тикеры</b>
<b>Акции компаний своей страны</b>		
Акции компаний базовых отраслей	25	Vanguard Total U.S. Stock Market Index (VTSMX) или Vanguard Total U.S. Stock

		Market ETF (VTI)
Акции стоимости компаний малой капитализации	10	Vanguard Small-Cap Value Index Fund (VISVX) или iShares S&P 600 Barra Value (IJS)
Акции компаний микрокапитализации	5	Bridgeway Ultra Small Company Market (BRSIX) или iShares Russell Microcap Index ETF (IWC)
Недвижимость	10	Vanguard REIT Index Fund (VGSIX) или Vanguard REIT ETF (VNQ)
<b>Акции иностранных компаний</b>		
Акции компаний высокой капитализации Азиатско-Тихоокеанского региона	5	Vanguard Pacific Stock Index (VPACX) или Vanguard Pacific Stock ETF (VLP)
Акции компаний Европы высокой капитализации	5	Vanguard European Stock Index (VEURX) или Vanguard European Stock ETF (VGK)
Акции стоимости иностранных компаний малой капитализации	5	DFA International Small Cap Value* (DISVX) или WisdomTree International Small Cap Dividend (DLS)
Акции компаний развивающихся рынков	5	DFA Emerging Markets (DFEMX) или Vanguard Emerging Markets Stock ETF (VWO)
<b>Ценные бумаги с фиксированной доходностью</b>		
Облигации инвестиционного класса	20	Vanguard Total Bond Market Index Fund (VBMFX) или Vanguard Total Bond Market ETF (BND)
Высокодоходные облигации	5	Vanguard High Yield Bond Fund (VWEHX) или iShares iBoxx High Yield Corporate Bond (HYG)
Облигации с защитой от инфляции	5	Vanguard Inflation-Protected Securities (VIPSX) или iShares Barclays TIPS Bond Fund (TIP)

\* Фонды DFA доступны только через некоторых советников по инвестициям. Альтернативные фонды доступны для всех инвесторов.

Все варианты распределения активов, рекомендуемые в данной главе, следует корректировать таким образом, чтобы привести их в соответствие с потребностями конкретного инвестора, его налоговой ситуацией и степенью устойчивости к риску.

## **2-Я ГРУППА. «НАКОПИТЕЛИ» СРЕДНЕГО ВОЗРАСТА**

По мере взросления мы достигаем все большей физической, интеллектуальной, эмоциональной, профессиональной и финансовой зрелости. К середине жизни (примерно в 40-летнем возрасте) мы вырабатываем у себя более консервативное отношение к деньгам, что связано с осознанием нами того факта, что раньше или позже наступит день, когда мы не сможем больше работать, даже если захотим. Это заставляет нас переосмыслить свои методы сбережения и инвестирования; возможно, нам даже придется внести определенные изменения в распределение активов, чтобы привести его в соответствие с нашим новым образом мышления.

Большинство людей начинает по-настоящему осознавать конечность своего существования примерно к середине жизни. Раньше или позже нам приходится признаться самим себе в существовании определенного потолка нашей профессиональной карьеры, семейного дохода и образа жизни. Кроме того, люди, достигшие среднего возраста, как правило, не понаслышке знают, что такое рецессия (им уже довелось пережить одну или две рецессии), они уже были свидетелями взлетов и падений фондового рынка и процентных ставок и наверняка принимали ошибочные инвестиционные решения. Эти уроки закаляют «накопителей» среднего возраста и учат формировать свой инвестиционный портфель таким образом, чтобы он как можно лучше отвечал их долгосрочным потребностям.

Инвесторы среднего возраста формируют свое первое реалистичное представление о будущей жизни на пенсии, они начинают мысленно оценивать, сколько денег им может понадобиться, чтобы эти представления воплотились в жизнь. После того как такие оценки будут выполнены — логически и рационально, — «накопителям» среднего возраста нужно внести определенные изменения в собственную стратегию, чтобы привести свои инвестиции в соответствие с этими представлениями.

У инвесторов среднего возраста есть два важных соображения, которые обуславливают необходимость корректировки инвестиционного портфеля. Во-первых, у них наступает осознание, что позади уже половина их продуктивного возраста. Во-вторых, они

начинают понимать, что наличие устойчивой и жизнеспособной инвестиционной политики очень важно для реального осуществления того образа жизни, который они хотели бы вести, выйдя на пенсию. Важно не только неукоснительно накапливать сбережения, но и добиваться того, чтобы инвестиционная доходность этих сбережений начала реально сказываться на жизни.

Инвестиционные эксперименты, к которым так склонны «молодые экономеры», к середине жизни должны завершиться. Наступает время относиться к инвестированию в жизнь на пенсии как к серьезному бизнесу. Необходимо выработать и проводить в жизнь надежную инвестиционную политику, позволяющую «накопителям» среднего возраста вести на пенсии тот образ жизни, который они нарисовали в своем воображении.

### **«Накопители» среднего возраста — структура инвестиций**

Достигнув середины жизни, люди начинают оценивать, сколько денег им понадобится, чтобы, пребывая на пенсии, поддерживать привычный для себя образ жизни. Разумеется, такая оценка будет довольно грубой (в лучшем варианте), однако в любом случае она окажется полезной.

*Приведение активов в соответствие с денежными потребностями* — это метод инвестирования, при котором распределение активов инвестора приводится в соответствие с его будущими потребностями в денежных потоках. Иными словами, ваш инвестиционный портфель структурируется таким образом, чтобы ваши инвестиции соответствовали вашим потребностям в доходе во время пребывания на пенсионном обеспечении. Ниже описаны пять основных этапов приведения активов в соответствие с денежными потребностями.

1. Оцените свои будущие расходы на поддержание приемлемого для вас уровня жизни. Их оценку можно выполнить, отслеживая свои текущие расходы и делая поправку на ожидаемые изменения этих расходов в будущем. В интернете и в книгах можно найти много разных инструментов формирования

бюджета, которые помогут вам выполнить анализ персональных денежных потоков. Можно также воспользоваться услугами специалиста по вопросам финансового планирования, который поможет сделать требуемые оценки.

2. Оцените источники неинвестиционного дохода, которыми вы сможете воспользоваться во время своего пребывания на пенсии. К ним относятся государственная система социального страхования и пенсионный доход. Они не включают доход от пенсионных счетов или личных сбережений.
3. Сравните свой неинвестиционный доход с ожидаемыми расходами на поддержание приемлемого для вас уровня жизни во время пребывания на пенсии. Если неинвестиционный доход оказывается недостаточным, его придется дополнить инвестиционным доходом.
4. Определите, сколько денег вам нужно накопить, чтобы восполнить дефицит ежегодного дохода. Исходите из того, что можете пускать на текущие расходы не более 5% своих инвестиций (это означает, что вам потребуется примерно 20-кратная величина дополнительного годового дохода). Если, например, вам требуется дополнительный годовой доход в размере 12 тыс. долл., то ваш портфель при выходе на пенсию должен составлять не менее 240 тыс. долл.
5. Разработайте, внедрите на практике и последовательно проводите в жизнь сберегательный и инвестиционный план, который с наибольшей вероятностью обеспечит наращивание вашего портфеля до величины, необходимой при выходе на пенсию, с минимальным риском. Самой важной частью этого инвестиционного плана является распределение активов.

Описанные выше этапы представляют собою сущность процесса приведения своих активов в соответствие с денежными потребностями<sup>[40]</sup>.

### **«Накопители» среднего возраста — распределение активов**

По достижении среднего возраста инвесторы успевают пройти половину своего трудового пути. Это период, когда заработная плата

растет достаточно устойчивыми темпами, и, соответственно, сумма, регулярно откладываемая на сберегательный счет, также должна возрастать. Средний возраст — это стадия жизни, когда инвесторы видят будущее более отчетливо и могут использовать свое видение для выработки такого стратегического распределения активов, которое при выходе их на пенсию отвечало бы их потребностям.

На этой стадии величина денежных сбережений, откладываемых на текущие расходы, а также на случай возникновения чрезвычайных обстоятельств, должна быть увеличена и рассчитана на 12 месяцев (если это возможно). Более крупный фонд, создаваемый на случай возникновения чрезвычайных обстоятельств, поможет удовлетворить непредвиденные потребности, которые, как правило, возникают все чаще по мере роста семьи.

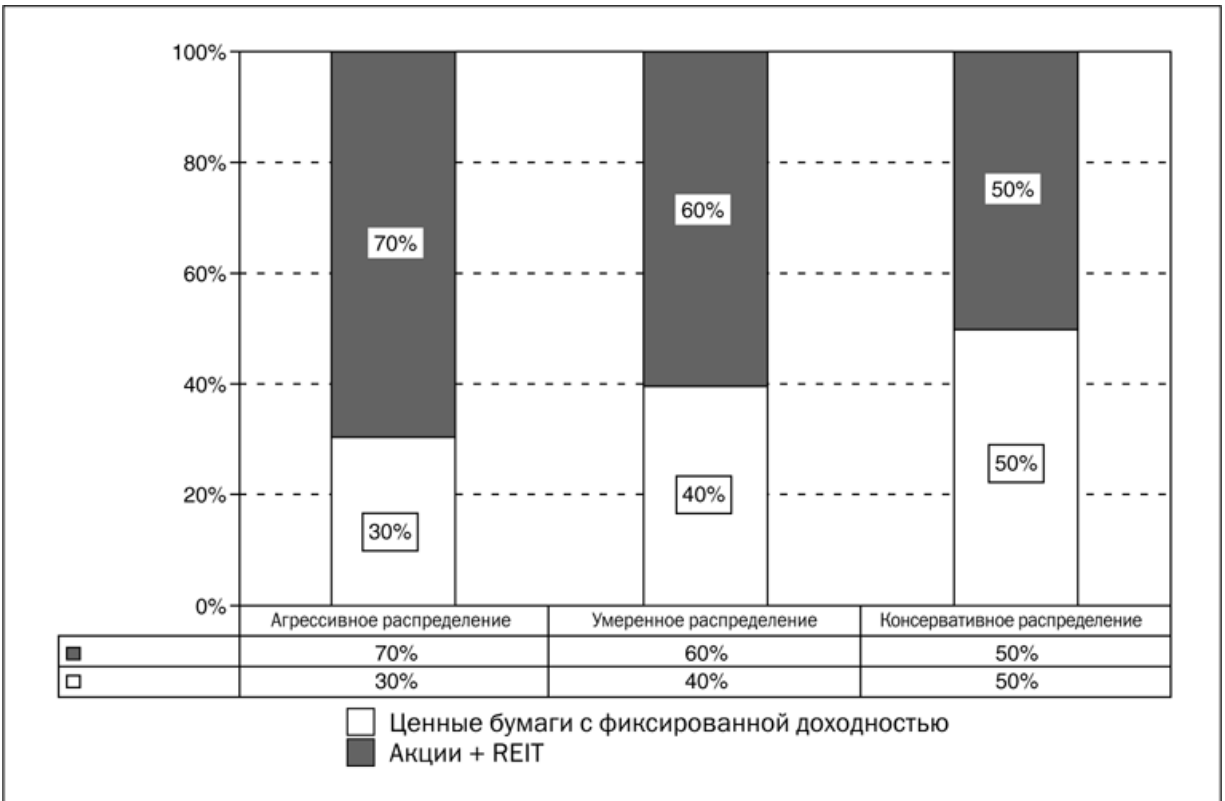
Спекулятивные инвестиции не должны быть боими, чем они были в молодые годы (на стадии «молодой эконом»); возможно, от них следует начать постепенно отказываться. Опасно полагать, будто вы сможете найти способ зарабатывать деньги путем спекуляций на данном этапе своей жизни, если вам это не удавалось, когда вы были молоды.

В среднем возрасте счета долгосрочных инвестиций постепенно возрастают, а количество лет, оставшихся до выхода на пенсию, все уменьшается. Подходящим вариантом в этом случае является сбалансированное распределение активов. На *рис. 12.3* представлены варианты распределения активов, типичные для «накопителей» среднего возраста. Подобно распределению активов для всех возрастных групп, диаграмма на *рис. 12.3* представляет распределение образца «или... или...», но не «от... к...». Не пытайтесь перескакивать с акций на облигации и наоборот в моменты, которые кажутся вам самыми подходящими для этого. Помните, что предсказать поведение рынков невозможно.

### **РИСУНОК 12.3**

---

Варианты распределения активов для «накопителей» среднего возраста



Усредненным вариантом распределения активов для людей среднего возраста может считаться такой вариант: 60% в акциях и 40% в ценных бумагах с фиксированной доходностью. В табл. 12.3 и 12.4 представлены два портфеля: базовый и с многими классами активов. Эти портфели подходят для «накопителей» среднего возраста.

В среднем возрасте уровни дохода людей, как правило, становятся выше, что может влиять на их инвестиционный выбор. Налоги способны играть существенную роль в распределении активов. Если доход человека таков, что он оказывается в 30%-ной (или более высокой) налоговой категории, то ему следует подумать о возможности включения в портфель муниципальных облигаций, освобожденных от налогов. Доходность облигаций, освобожденных от налогов, будет выше, чем в случае включения в портфель налогооблагаемых облигаций и уплаты налога по ним (подробнее о том, как налоги влияют на распределение активов, рассказывается в главе 15).

**ТАБЛИЦА 12.3**

«Накопители» среднего возраста — умеренный базовый портфель (открытые взаимные фонды или ETF)

Класс активов	Процент	Примеры низкозатратных фондов и их тикеры
Акции компаний своей страны	35	Vanguard Total U.S. Stock Market Index (VTSMX) или Vanguard Total U.S. Stock Market ETF (VTI)
Акции иностранных компаний	17	Vanguard Total International Portfolio (VGTSX) или Vanguard FTSE All World ex-U.S. ETF (VEU)
Недвижимость	8	Vanguard REIT Index Fund (VGSIX) или Vanguard REIT ETF (VNQ)
Ценные бумаги с фиксированной доходностью	40	Vanguard Total Bond Market Index (VBMFX) или Vanguard Total Bond Market ETF (BND)

**ТАБЛИЦА 12.4**

«Накопители» среднего возраста — умеренный портфель со многими классами активов (открытые взаимные фонды или ETF)

Класс активов	Процент	Примеры низкозатратных фондов и их тикеры
<b>Акции компаний своей страны</b>		
Акции компаний базовых отраслей	20	Vanguard Total U.S. Stock Market Index (VTSMX) или Vanguard Total U.S. Stock Market ETF (VTI)
Акции стоимости компаний малой капитализации	10	Vanguard Small-Cap Value Index Fund (VISVX) или iShares S&P 600 Barra Value (IJS)
Акции компаний микрокапитализации	5	Bridgeway Ultra Small Company Market (BRSIX) или iShares Russell Microcap Index ETF (IWC)
Недвижимость	8	Vanguard REIT Index Fund (VGSIX) или Vanguard REIT ETF (VNQ)
<b>Акции иностранных компаний</b>		
Акции компаний высокой капитализации Азиатско-Тихоокеанского региона	4	Vanguard Pacific Stock Index (VPACX) или Vanguard Pacific Stock ETF (VLP)
Акции компаний Европы высокой капитализации	4	Vanguard European Stock Index (VEURX) или Vanguard European Stock ETF (VGK)
Акции стоимости иностранных	5	DFA International Small Cap Value*



компаний высокой капитализации		(DISVX) или WisdomTree International Small Cap Dividend (DLS)
Акции компаний развивающихся рынков	4	DFA Emerging Markets Core* (DFEMX) или Vanguard Emerging Markets ETF
<b>Ценные бумаги с фиксированной доходностью</b>		
Облигации инвестиционного класса	20	Vanguard Total Bond Market Index Fund (VBMFX) или Vanguard Total Bond Market ETF (BND)
Высокодоходные облигации	10	Vanguard High Yield Bond Fund (VWEHX) или iShares iBoxx High Yield Corporate Bond (HYG)
Облигации с защитой от инфляции	10	Vanguard Inflation-Protected Securities (VIPSX) или iShares Barclays TIPS Bond Fund (TIP)

\* Фонды DFA доступны только через некоторых советников по инвестициям. Альтернативные фонды доступны для всех инвесторов.

### **3-Я ГРУППА. ЛЮДИ ПРЕДПЕНСИОННОГО И НАЧАЛЬНОГО ПЕНСИОННОГО ВОЗРАСТА**

В группу входят инвесторы от предпенсионного до начального пенсионного возраста (когда люди продолжают вести активный образ жизни) включительно. Обычно человек вступает в предпенсионную фазу за 3–5 лет до фактического выхода на пенсию и прекращения полномасштабной трудовой деятельности.

Предпенсионное состояние — это не формальное объявление о предстоящем выходе на пенсию; скорее, это некий мыслительный процесс. В этот период многие люди озабочиваются вопросами типа: «Когда именно мне выходить на пенсию?»; «Достаточно ли у меня денег для выхода на пенсию?»; «Какую сумму можно снимать со сберегательного счета, чтобы после выхода на пенсию не оказаться без средств к существованию?». Возможно, это самый консервативный период в жизни человека.

Большинство людей, чей возраст приближается к пенсионному, практически достигли вершины своей профессиональной карьеры или близки к нему и вышли на пик своих заработков. Что касается «семейного фронта», то домашние расходы стабилизировались и, возможно, даже начали снижаться, а дети либо уже стали вполне

самостоятельными людьми, либо будут таковыми в ближайшие годы. Это замечательное время, поскольку все зарабатываемые деньги вы можете тратить исключительно на себя.

Переход от активной трудовой деятельности к жизни на пенсии свидетельствует о наступлении новой инвестиционной фазы в портфеле. Инвестиционный портфель переходит из фазы накопления в фазу распределения. Это означает, что инвесторы вскоре прекратят вкладывать деньги и начнут изымать их.

Люди в предпенсионном возрасте склонны мыслить и действовать предельно консервативным образом. Как правило, они переформатируют распределение активов в своем портфеле таким образом, чтобы оно соответствовало варианту, которым они хотели бы пользоваться, пребывая на пенсионном обеспечении, и это происходит не вдруг, а, как правило, постепенно, по мере приближения срока выхода на пенсию.

Новоиспеченные пенсионеры еще не уверены, в какой мере их потребности будет удовлетворять денежный поток, получаемый ими на пенсии, как не уверены они и в эффективности своего пенсионного плана. Это заставляет некоторых людей вести себя предельно осторожно в том, что касается распределения активов: они максимально сокращают рискованные инвестиции в своем портфеле и накапливают денежную составляющую.

Вообще говоря, инвесторам в предпенсионном возрасте нет причины быть чрезмерно консервативными в отношении своего портфеля. Целесообразно вложить дополнительные деньги в какой-либо фонд краткосрочных облигаций, поскольку это поможет вам через год-другой избавиться от проблем с деньгами. Вообще говоря, я рекомендую пенсионерам хранить сумму, равную величине их 1–2-годовых расходов на жизнь, на каком-либо денежном счете (или счете, подобном денежному) или в фонде краткосрочных облигаций.

Инвесторам в предпенсионном возрасте следует избегать спекулятивных инвестиций, венчающих инвестиционную пирамиду. Если до сего времени вам не удавалось зарабатывать путем спекуляций, то вряд ли это удастся после ухода на пенсию. Следует исключить из своей жизни чересчур рискованные игры — настало время относиться к накопленному состоянию как к бизнесу.

## **Использование пенсионных планов и системы социального обеспечения**

Большинство пенсионеров получают какой-то доход от системы социального обеспечения и, возможно, от какого-либо пенсионного плана с оговоренными льготами. Как эти доходы вписываются в распределение активов? Относятся ли вы к ним как к облигациям или как к чему-то другому? Если вы относитесь к ним как к облигациям, то как вы оцениваете их стоимость?

Доход, который поступает от системы социального обеспечения и пенсионных планов с оговоренными льготами, не имеет номинальной стоимости; нет у него и заранее указанного срока прекращения поступления («срока погашения»). Этот доход поступает вам до тех пор, пока вы живы. Правда, существует риск, что денежные потоки от пенсионного плана и системы социального обеспечения снизятся или остановятся. Ваш работодатель может быть вынужден прекратить пенсионные отчисления по причине банкротства; к тому же никто не рискнет утверждать, что выплаты со стороны системы социального обеспечения — это навсегда. Я полагаю, вы согласитесь со мной, что будущие льготы вовсе не обязательно останутся на нынешнем уровне: вполне возможно, что они существенно сократятся. Все это чрезвычайно затрудняет (или делает вообще невозможной) оценку стоимости пенсионного плана и системы социального обеспечения по примеру того, как оценивается стоимость облигаций.

Еще одним аспектом этих активов является недостаточный контроль. Вы не в состоянии изменить правила и не можете отказаться от участия в этих программах. Хотелось бы верить, что наступит день, когда можно будет позвонить в представительство системы социального обеспечения и сказать: «Я хочу выйти из программы системы социального обеспечения. Переведите, пожалуйста, на мой индивидуальный пенсионный счет полную приведенную стоимость причитающихся мне выплат (200 тыс. долл.) согласно моей социальной пенсии. Я хотел бы самостоятельно распоряжаться этими деньгами». Однако в обозримом будущем осуществление этого желания маловероятно. В случае пенсионного плана с оговоренными льготами ваш работодатель может создать себе серьезные финансовые

проблемы, и судья, разбирающий дела о банкротстве, самостоятельно примет решение о том, какая сумма вам причитается. Иными словами, степень вашего контроля над этими активами равняется нулю.

Следует ли нам рассматривать потоки дохода от этих активов как облигации? Лично мне кажется, что не следует. Соответствующие переменные слишком велики, и любая ошибка в оценке стоимости может оказаться слишком большой, чтобы обозначить эти денежные потоки как фиксированный доход в портфеле. Учитывая сказанное, следует помнить о наличии у пенсионеров финансовых обязательств, которые им приходится исполнять ежемесячно. К их числу относятся расходы на продукты питания, жилье, одежду, страхование, автомобиль и т. д. Ежегодно будущему пенсионеру приходится расходовать огромную сумму на недискреционные (то есть, по сути, обязательные, неизбежные) расходы в месяц. Можно допустить, что денежный поток от системы социального обеспечения и пенсионных планов покрывает часть из этих расходов, но точно менее половины ежемесячных денежных обязательств будущего пенсионера.

Учитывая, что определенная часть ежемесячных денежных обязательств пенсионера покрывается из системы социального обеспечения и пенсионных планов, оставшаяся часть его денежных обязательств должна покрываться за счет личных сбережений, инвестиций и самоуправляемых индивидуальных пенсионных счетов. Если пенсионный доход и социальная пенсия, источником которой является система социального обеспечения, изменятся, то должна измениться и сумма, генерируемая инвестициями. Кроме того, любые дискреционные (то есть необязательные) расходы (например, расходы на туристические поездки и подарки) также должны оплачиваться за счет личных сбережений и инвестиций.

После того как мы вычли из ежемесячных расходов денежные потоки от системы социального обеспечения и пенсионных планов (какими мы знаем их сегодня), мы можем сформировать рациональное распределение активов, которое покрывало бы оставшуюся часть ежемесячных денежных обязательств пенсионера. Этот метод сокращения денежных обязательств зарекомендовал себя как оптимальный способ учета доходов от системы социального обеспечения и пенсионных планов. Данный метод учитывает

денежные потоки от этих неликвидных и неконтролируемых активов, не пытаясь вычислять приведенную стоимость таких активов, для чего пришлось бы рассматривать эти активы как облигации и пытаться привязать их к решению, связанному с распределением активов (что было бы очень нелегко осуществить на практике).

### **Денежные потоки пенсионера**

Расходы человека, пребывающего на пенсии, не будут постоянными, но со временем они начнут снижаться и окажутся уже не столь высокими, как во время активной трудовой деятельности. Поначалу вы будете много путешествовать, много расходовать на продукты питания, ремонтировать жилье, тратить больше времени на походы по магазинам, возможно даже, будете заниматься спортом и решать небольшие проблемы со здоровьем, на решение которых вам не хватало времени, когда вы занимались активной трудовой деятельностью. Со временем вы приспособитесь к жизни на пенсии, будете реже приобретать новую одежду, станете меньше путешествовать, тратить на продовольствие, на ремонт жилья, реже заниматься своим автомобилем и что-то покупать для него. Если у вас два автомобиля, вы, наверное, решите, что вполне можно обойтись и одним.

При необходимости ваш дом может стать источником денежных поступлений. Принадлежащий вам дом может оказаться для вас слишком большим, и вы можете принять решение «уплотниться». Высвободившийся таким образом капитал можно будет использовать для генерирования дополнительного дохода. Если вы решите не продавать свой дом, вы всегда можете извлечь капитал, заключенный в нем, воспользовавшись закладной, ссудой на этот капитал или обратной закладной, на которую выплачивается ежемесячный доход.

Если еще живы ваши родители, у которых имеется собственная недвижимость, если есть другие лица, которые назвали вас бенефициаром какой-либо недвижимости, то после их смерти ваш собственный капитал возрастет. В приличном обществе не принято рассуждать о деньгах, которые можно будет унаследовать после смерти собственных родителей или других лиц, считающих вас своим

наследником. Тем не менее факт остается фактом: в конечном счете владельцем этих денег окажетесь именно вы.

Все эти моменты (а также некоторые другие) очень важны при прогнозировании денежного потока, который окажется в вашем распоряжении, едва вы станете пенсионером.

### **В каком темпе можно изымать средства из своего портфеля**

Люди предпенсионного возраста часто задают вопрос: «Какие суммы можно изымать из своего инвестиционного портфеля, не подвергая себя значительному финансовому риску и не затрагивая при этом основную сумму (то есть сумму, на которую начисляются проценты)?» На этот предмет было проведено несколько углубленных исследований, и все они указывают, что безопасным для изъятия средств из инвестиционного портфеля является темп в 4% и менее.

Однако есть немало факторов, которые необходимо принять во внимание, прежде чем вы решите ограничиться темпом, не превышающим 4%. Эти факторы перечислены ниже.

- **В каком возрасте вы выходите на пенсию?**

Более молодым пенсионерам следует, наверное, ограничиться 4%-ными (или еще меньшими) темпами изъятия средств из своего инвестиционного портфеля, поскольку их жизненный временной горизонт еще достаточно продолжителен. Более пожилые пенсионеры могут позволить себе более высокие темпы изъятия, поскольку их жизненный временной горизонт короче.

- **Какую сумму вы хотели бы оставить своим наследникам, когда уйдете из жизни?**

Пенсионерам, желающим оставить своим наследникам как можно боую сумму, следует изымать из своего инвестиционного портфеля меньше, чем пенсионерам, которые не хотят оставлять своим наследникам много денежных средств.

- **Как долго, по вашему мнению, вы будете оставаться «активным» пенсионером?**

Каждый из нас в конечном счете снижает степень своей

активности, что обусловлено возрастом или проблемами со здоровьем. Расходы пожилых пенсионеров, как правило, меньше, чем у сравнительно молодых пенсионеров, которые ведут активный образ жизни. Это означает, что если вы, будучи «активным» пенсионером, тратите на жизнь несколько больше, то ничего необычного в этом нет — так и должно быть.

Деньги для подобных изъятий могут генерироваться в портфеле разными способами. Двумя источниками являются выплата процентов и дивидендов. Не следует забывать также о ежегодной ребалансировке портфеля. Вы можете легко вычислить величину дохода, который будут приносить ваши инвестиции, а затем восполнить любой дефицит в процессе ребалансировки портфеля.

### **Люди предпенсионного и начального пенсионного возраста — распределение активов**

На *рис. 12.4* представлено распределение активов для людей предпенсионного и начального пенсионного возраста.

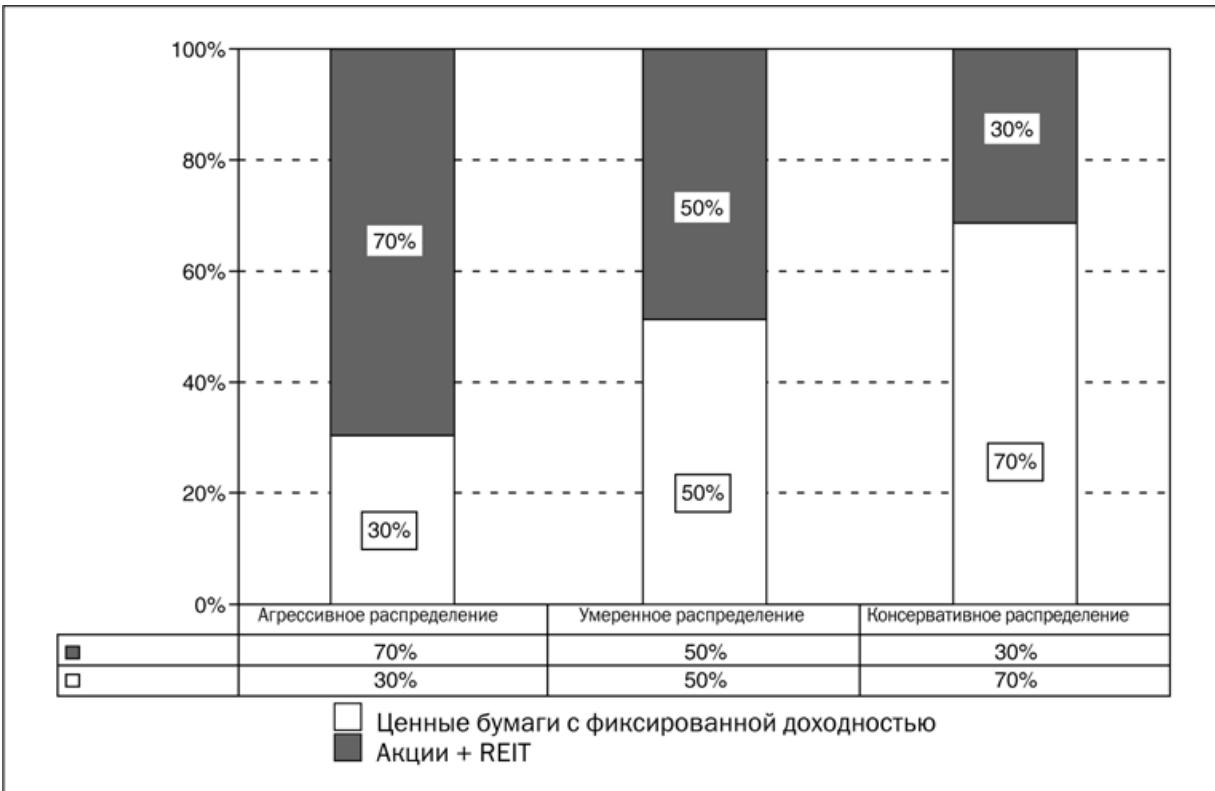
Переход от активной трудовой деятельности к пребыванию на пенсионном обеспечении — неопределенное время. Соответственно, главными целями управления инвестиционным портфелем пенсионера должны быть стабильность и безопасность основного капитала портфеля. Однако даже в этом случае необходимо обеспечить условия для роста инвестиционного портфеля. Рассмотрим это на примере США. Согласно публикации №590 Налоговой службы США, человек в возрасте 65 лет наверняка проживет еще 20 лет. В таком случае усредненный вариант распределения активов для лиц начального пенсионного возраста — 50% в акциях и 50% в ценных бумагах с фиксированной доходностью.

В *табл. 12.5* и *12.6* представлены два портфеля: базовый и со многими классами активов. Эти портфели подходят для лиц предпенсионного и начального пенсионного возраста.

#### **РИСУНОК 12.4**

---

Варианты распределения активов для лиц предпенсионного и начального пенсионного возраста



**ТАБЛИЦА 12.5**

Люди предпенсионного и начального пенсионного возраста — умеренный базовый портфель (открытые взаимные фонды или ETF)

Класс активов	Процент	Примеры низкозатратных фондов и их тикеры
Акции компаний США	30	Vanguard Total U.S. Stock Market Index (VTSMX) или Vanguard Total U.S. Stock Market ETF (VTI)
Акции иностранных компаний	15	Vanguard Total International Portfolio (VGTSX) или Vanguard FTSE All World ex-U.S. ETF (VEU)
Недвижимость	5	Vanguard REIT Index Fund (VGSIX) или Vanguard REIT ETF (VNQ)
Ценные бумаги с фиксированной доходностью	48	Vanguard Total Bond Market Index (VBMFX) или Vanguard Total Bond Market ETF (BND)
Денежные эквиваленты	2	Низкозатратный фонд денежного рынка с возможностью использования чеков

**ТАБЛИЦА 12.6**

Люди предпенсионного и начального пенсионного возраста — умеренный портфель со многими классами активов (открытые взаимные фонды или ETF)



<b>Класс активов</b>	<b>Процент</b>	<b>Примеры низкозатратных фондов и их тикеры</b>
<b>Акции компаний США</b>		
Акции компаний базовых отраслей	18	Vanguard Total U.S. Stock Market Index (VTSMX) или Vanguard Total U.S. Stock Market ETF (VTI)
Акции стоимости компаний малой капитализации	8	Vanguard Small-Cap Value Index Fund (VISVX) или iShares S&P 600 Barra Value (IJS)
Акции компаний микрокапитализации	4	Bridgeway Ultra Small Company Market (BRSIX) или iShares Russell Microcap Index ETF (IWC)
Недвижимость	7	Vanguard REIT Index Fund (VGSIX) или Vanguard REIT ETF (VNQ)
<b>Акции иностранных компаний</b>		
Акции компаний высокой капитализации Азиатско-Тихоокеанского региона	3	Vanguard Pacific Stock Index (VPACX) или Vanguard Pacific Stock ETF (VLP)
Акции компаний Европы высокой капитализации	3	Vanguard European Stock Index (VEURX) или Vanguard European Stock ETF (VGK)
Акции стоимости иностранных компаний малой капитализации	4	DFA International Small Cap Value* (DISVX) или WisdomTree International Small Cap Dividend (DLS)
Акции компаний развивающихся рынков	3	DFA Emerging Markets* (DFEMX) или Vanguard Emerging Markets ETF (VWO)
<b>Ценные бумаги с фиксированной доходностью</b>		
Облигации инвестиционного класса	24	Vanguard Total Bond Market Index Fund (VBMFX) или Vanguard Total Bond Market ETF (BND)
Высокодоходные облигации	12	Vanguard High Yield Bond Fund (VWEHX) или iShares iBoxx High Yield Corporate Bond (HYG)
Облигации с защитой от инфляции	12	Vanguard Inflation-Protected Securities (VIPSX) или iShares Barclays TIPS Bond Fund (TIP)
<b>Деньги</b>		
Денежные эквиваленты	2	Низкозатратный фонд денежного рынка с возможностью использования чеков

\* Фонды DFA доступны только через некоторых советников по инвестициям. Альтернативные фонды доступны для всех инвесторов.

## **4-Я ГРУППА. ПОЖИЛЫЕ ПЕНСИОНЕРЫ**

Люди стали жить дольше — и это хорошо. Но мы не бессмертны — и это плохие новости. По данным Министерства финансов США, человек, доживший до 65 лет, вероятно, доживет и до 86 лет, что примерно на 10 лет больше, чем было в 1940 г. Нынешние пожилые люди здоровее, чем в 1940 г., и ведут более активный образ жизни. Они лучше питаются, больше внимания уделяют поддержанию своей физической формы и меньше курят, чем предыдущие поколения американцев. Тенденции увеличения продолжительности жизни таковы, что новые таблицы страхования жизни, недавно введенные Обществом актуариев, охватывают возраст вплоть до 120 лет.

Увы, «фонтан вечной молодости» еще не изобрели. Никто из нас не вечен. На каком-то этапе каждому нужно привести в порядок свой «финансовый дом» и приготовиться к уходу в мир иной. Это означает, что со временем кому-то другому придется заниматься нашими финансовыми делами. Возможно, это случится еще при вашей жизни, но это наверняка случится после вашей смерти.

Пожилые пенсионеры, как правило, занимаются детальным планированием имущества. Одним из решений, принимаемых в этой связи, является решение о том, кто возьмется за их дела, после того как они уже не смогут заниматься ими самостоятельно. Обычно эту обязанность принимает на себя более здоровый из супругов (если, конечно, оба они живы). Когда же в живых остается только один из супругов, эту обязанность принимает на себя сын или дочь, кто-либо из близких родственников или официальный опекун.

В случае, когда вашими финансовыми делами будут заниматься дети, я настоятельно рекомендую заблаговременно обсудить с ними этот вопрос. После того как вы выберете конкретного человека, который будет курировать ваши финансовые дела, вы должны поставить его в известность о вашей текущей финансовой ситуации. Его нужно подробно проинформировать о плане использования вашего имущества, об инвестиционных счетах и страховых документах; в

частности, вы должны сообщить ему о точном местонахождении всех этих документов.

Любой специалист по финансовому планированию скажет, что переход финансовой ответственности от родителей к детям может привести либо к очень хорошим, либо к очень плохим результатам. Чтобы избежать лишних затрат и путаницы и гарантировать, что этот переход пройдет гладко, необходимо выполнить ряд шагов. Приведенный ниже перечень касается ваших инвестиционных счетов и представляет собой описание шагов, которые можно предпринять, чтобы обеспечить безболезненность подобного перехода.

1. Подробно опишите, где находятся все ваши документы и кто является вашими представителями. Вручите это описание лицу, которое будет нести ответственность за ваши финансовые дела.
2. Объедините все свои инвестиционные счета у одного или двух попечителей. Это облегчит задачу управления вашими инвестициями и поможет вашим наследникам уладить дела с наследством после вашего ухода из жизни.
3. Составьте подробное описание (собственными словами) того, как управляется ваш портфель и как, по вашему мнению, он должен управляться в будущем. Этот документ должен включать описание общей инвестиционной стратегии, а также точки взаимодействия.
4. Добейтесь того, чтобы лицо, выбранное вами для управления вашими финансовыми делами, имело четкое понимание базовых финансовых принципов, включая распределение активов и причину использования вами низкочастотных взаимных фондов.

### **Пожилые пенсионеры — распределение активов**

Распределение активов в портфеле пожилого пенсионера может различаться в зависимости от того, кто именно будет пользоваться этими деньгами. Денежный запас (жизненно необходимые затраты) должен быть рассчитан на два года; в портфеле должны также присутствовать краткосрочные облигации. Разумеется, ни о каких спекулятивных инвестициях не может быть и речи. Однако

распределение долгосрочных ликвидных инвестиций может изменяться в широких пределах.

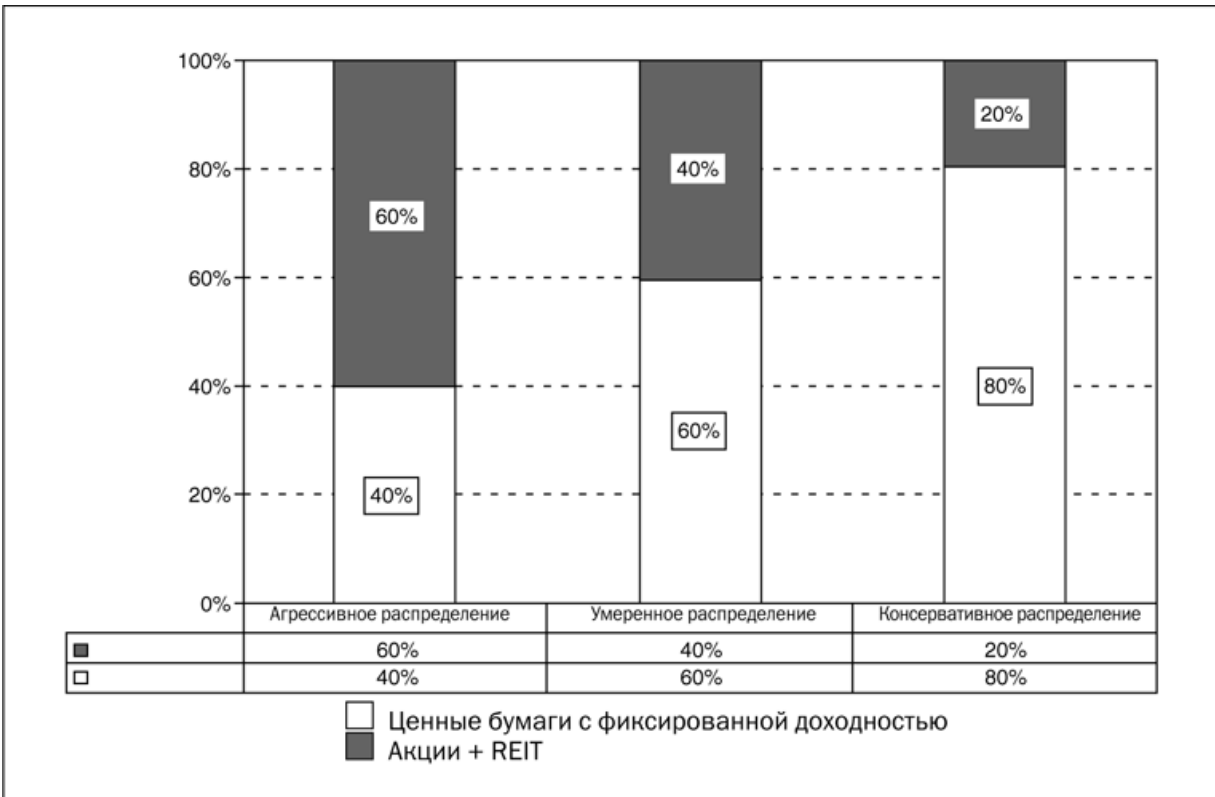
С одной стороны, управление портфелем пожилого пенсионера должно быть консервативным — лишь в таком случае пожилой пенсионер сможет провести спокойно остаток своей жизни. С другой стороны, распределение может отражать интересы, потребности и возраст бенефициариев, если пенсионер не намерен воспользоваться *всеми* своими деньгами. Вообще говоря, управление портфелем пожилого пенсионера основывается на сочетании обоих сценариев. На *рис. 12.5* представлено рекомендованное распределение активов для пожилых пенсионеров.

Как и на других жизненных стадиях, варианты распределений, приведенные на *рис. 12.5*, представлены в виде трех разных портфелей. Попытки угадывать поведение рынков и шагать в ногу с ними путем оперативного изменения распределения являются в данном случае совершенно неподходящей стратегией. На материалах *табл. 12.7* и *12.8* можно видеть варианты портфелей для инвесторов пожилого возраста.

#### **РИСУНОК 12.5**

---

Варианты распределения активов для пожилых пенсионеров



Рекомендации по распределению активов, представленные в табл. 12.7 и 12.8, отражают ту часть портфеля, которая будет использоваться пожилым пенсионером до конца его дней. Скорее всего, пенсионер не успеет воспользоваться большей частью этих активов. По всей видимости, они перейдут к его наследникам. Следовательно, какая-то часть портфеля должна быть сформирована таким образом, чтобы в ней учитывались потребности тех, кто унаследует эти активы.

**ТАБЛИЦА 12.7**

Пожилые пенсионеры — умеренный базовый портфель (открытые взаимные фонды или ETF)

Класс активов	Процент	Примеры низкозатратных фондов и их тикеры
Акции компаний США	25	Vanguard Total U.S. Stock Market Index (VTSMX) или Vanguard Total U.S. Stock Market ETF (VTI)
Акции иностранных компаний	10	Vanguard Total International Portfolio (VGTSX) или Vanguard FTSE All World ex-U.S. ETF (VEU)
Недвижимость	5	Vanguard REIT Index Fund (VGSIX) или Vanguard REIT ETF (VNQ)

Ценные бумаги с фиксированной доходностью	40	Vanguard Total Bond Market Index (VBMFX) или Vanguard Total Bond Market ETF (BND)
Краткосрочные облигации	18	Vanguard Investment Grade Short-Term (VFSTX) или Vanguard Short-Term Bond ETF (BSV)
Денежные эквиваленты	2	Низкозатратный фонд денежного рынка с возможностью использования чеков

**ТАБЛИЦА 12.8**

Пожилые пенсионеры — умеренный портфель со многими классами активов (взаимные фонды открытого типа или ETF-версия)

Класс активов	Процент	Примеры низкозатратных фондов и их тикеры
<b>Акции компаний США</b>		
Акции компаний базовых отраслей	20	Vanguard Total U.S. Stock Market Index (VTSMX) или Vanguard Total U.S. Stock Market ETF (VTI)
Акции стоимости компаний малой капитализации	5	Vanguard Small-Cap Value Index Fund (VISVX) или iShares S&P 600 Barra Value (IJS)
Недвижимость	5	Vanguard REIT Index Fund (VGSIX) или Vanguard REIT ETF (VNQ)
<b>Акции иностранных компаний</b>		
Акции компаний высокой капитализации Азиатско-Тихоокеанского региона	4	Vanguard Pacific Stock Index (VPACX) или Vanguard Pacific Stock ETF (VLP)
Акции компаний Европы высокой капитализации	4	Vanguard European Stock Index (VEURX) или Vanguard European Stock ETF (VGK)
Акции компаний развивающихся рынков	2	DFA Emerging Markets* (DFEMX) или Vanguard Emerging Markets ETF (VWO)
<b>Ценные бумаги с фиксированной доходностью</b>		
Облигации инвестиционного класса	30	Vanguard Total Bond Market Index Fund (VBMFX) или Vanguard Total Bond Market ETF (BND)
Краткосрочные облигации	18	Vanguard Investment Grade Short-Term (VFSTX) или Vanguard Short-Term Bond ETF (BSV)
Облигации с защитой от инфляции	10	Vanguard Inflation-Protected Securities

		(VIPSX) или iShares Barclays TIPS Bond Fund (TIP)
<b>Деньги</b>		
Денежные эквиваленты	2	Низкозатратный фонд денежного рынка с возможностью использования чеков

\* Фонды DFA доступны только через некоторых советников по инвестициям. Альтернативные фонды доступны для всех инвесторов.

## **«ВАШ ВОЗРАСТ — В ОБЛИГАЦИЯХ» (МОДИФИЦИРОВАННАЯ ВЕРСИЯ)**

Чтобы правильно выбрать соотношение между акциями и облигациями для своего инвестиционного портфеля, можно воспользоваться простым правилом под названием: «Ваш возраст — в облигациях». Возраст играет важную роль в выборе того или иного варианта распределения активов. Считается, что чем вы старше, тем меньший риск должны принимать на себя. Это целесообразно по двум причинам: во-первых, с возрастом у вас остается все меньше времени для восполнения убытков, особенно если вы находитесь на затратной («распределительной») фазе своей жизни; и, во-вторых, если вы все еще занимаетесь активной трудовой деятельностью, у вас в запасе остается лишь несколько лет, чтобы восполнить эти убытки из своих сбережений.

Все очень просто: каков возраст инвестора, такой должна быть доля облигаций в его инвестиционном портфеле. Остальная часть его портфеля инвестируется в более рискованные активы, такие как акции. Например, 55-летний инвестор может поместить 55% своих сбережений в облигации, а остальное — в диверсифицированный портфель акций. Такое распределение может корректироваться от года к году, по мере старения этого инвестора.

Концепция «Ваш возраст — в облигациях» привлекает своей простотой. Эта концепция понятна и позволяет получить ответ на непростой вопрос финансового планирования, касающийся распределения активов. Однако разумно ли применять это простое правило ко всем инвесторам без исключения? Конечно же, нет! Рассмотрим, например, две возрастные группы: 30-летних и 55-летних

инвесторов. Проанализируем, насколько применимо правило: «Ваш возраст — в облигациях» к каждой из этих возрастных групп.

1. У большинства 30-летних инвесторов профессиональная карьера еще только начинается; возможно, в ней впервые происходят какие-то перемены. У них впереди остаются еще многие годы активной трудовой деятельности, и, соответственно, им предстоит еще много накопить.

Как правило, накопления у большинства 30-летних инвесторов еще очень невелики, а это означает, что колебания рынка оказывают весьма незначительное влияние на их накопления. Соответственно, 30-летним инвесторам следует сосредоточиться главным образом на формулировании эффективного плана сбережений, а откладываемые ими деньги должны инвестироваться преимущественно в акции (разумеется, выбранный ими вариант распределения активов, каким бы он ни был, ни в коем случае не должен превышать степени их устойчивости к риску).

Следовательно, 70% в акциях и 30% в облигациях — вот вариант, который подойдет для большинства 30-летних инвесторов. Таким образом, правило «Ваш возраст — в облигациях» в данном случае соблюдается.

2. Спектр финансовых ситуаций у 55-летних инвесторов гораздо шире, чем у 30-летних. Есть немало 55-летних инвесторов, сделавших внушительное состояние, тогда как состояние других инвесторов, входящих в эту возрастную группу, остается весьма незначительным. Часть из них рассчитывает на пенсию от работодателя, тогда как другие полностью полагаются на свои собственные сбережения, рассчитывая, что этих сбережений им хватит для безбедной жизни на пенсии.

Семейный статус 55-летних инвесторов также характеризуется большим разнообразием. Кто-то из них состоит в браке, другие разведены; есть немало и таких, кто женился (вышел замуж) повторно, а есть и те, кто никогда не состоял в браке. Среди 55-летних инвесторов немало людей, которым приходится содержать большие семьи; у других семьи сравнительно



небольшие; кто-то из них живет в одиночку, а кто-то помогает не только своим детям, но и престарелым родителям, и другим родственникам (например, братьям или сестрам).

Следовательно, такого понятия, как «типичный 55-летний инвестор», вообще не существует. Ситуация каждого из 55-летних инвесторов уникальна, а распределение активов каждого из них должно учитывать множество переменных, описывающих разные аспекты его жизненной ситуации.

Вообще говоря, представляется более уместным создавать некие общие, универсальные модели портфелей для более молодых людей, нежели для инвесторов старших возрастных групп. Чем старше мы становимся, тем больше подбрасывает нам жизнь всевозможных «деталей», от которых невозможно отделаться и с которыми приходится считаться при формировании своего инвестиционного портфеля. Вполне возможно объединить потребности 30-летних инвесторов, связанные с распределением активов, таким образом, чтобы это не шло вразрез с индивидуальными жизненными обстоятельствами каждого из них. Но у людей старше 55 лет возникает множество других проблем, и при формировании их инвестиционных портфелей так же необходимо учитывать их индивидуальные жизненные обстоятельства.

Мы говорим о возрасте как важном определяющем факторе инвестиционного портфеля. Мы рассмотрели правило «Ваш возраст — в облигациях» как упрощенный способ выбора подходящего варианта распределения активов. Можно ли считать такую модель бесполезной? Нет, но в эту модель необходимо внести поправки для определения «возраста распределения» инвестора. Эта концепция рассматривалась в статье под названием «What's Your Asset Allocation Age?» («Каков ваш возраст распределения активов?»), написанной мною в соавторстве с Крейгом Израэльсеном, профессором университета Брайама Янга (Brigham Young University) и опубликованной в журнале *Financial Planning Magazine* в ноябре 2009 г.

Возраст распределения инвестора может быть больше или меньше физического возраста данного лица в зависимости от его конкретных жизненных обстоятельств. В некотором смысле лозунг «Ваш возраст

— в облигациях» может служить хорошей отправной точкой, с которой следует начинать формирование того или иного варианта распределения активов. Затем, основываясь на индивидуальных факторах соответствующего инвестора, необходимо внести поправки в ту или другую сторону.

Ниже приведен простой пример, в котором используется поправка «возраста распределения» к физическому возрасту инвестора. Допустим, некая супружеская пара накопила 2 млн долл. в ликвидных инвестиционных активах. Каждому из супругов исполнилось по 65 лет. У них двое взрослых детей в возрасте 33 и 37 лет; ни тот ни другой в финансовой поддержке не нуждается. Эта супружеская пара тратит примерно 100 тыс. долл. в год; при этом источником 60 тыс. долл. являются их пенсии и деньги, выплачиваемые системой социального обеспечения США. Источником 40 тыс. долл. являются сбережения супругов.

Мысленно разделим 2 млн долл. на два счета. Размер первого счета составляет 1 млн долл. С этого счета они будут до конца жизни ежегодно снимать по 40 тыс. долл. для удовлетворения своих жизненных потребностей, что является вполне разумным, если исходить из 4%-ной ставки распределения. Второй 1 млн долл. находится на сберегательном счете; скорее всего, супружеская пара вообще не станет использовать эти деньги и они будут унаследованы детьми.

С учетом данного сценария какой вариант можно считать подходящим распределением для каждого счета в 1 млн долл. и какой вариант можно считать подходящим для счета в 2 млн долл.?

Один млн долл., используемый главным образом в качестве дохода супружеской пары, можно инвестировать (с учетом возраста супругов) в облигации (65% капитала, что соответствует возрасту каждого из супругов) и в акции (оставшиеся 35% капитала). Другой 1 млн долл. можно инвестировать согласно возрасту их детей. Поскольку средний возраст тех составляет 35 лет, доля облигаций в портфеле составит 35%, а доля акций — 65%. Этими двумя счетами можно управлять по отдельности, применив к ним два разных распределения; Впрочем, их можно объединить и сформировать одно, совместное распределение.

Для объединенного счета в 2 млн долл. можно было бы выбрать такой вариант распределения: 50% в акциях и 50% в облигациях.

Объединенный 50-летний «возраст распределения» этой супружеской пары заметно отличается от их физического возраста, однако в их конкретной жизненной ситуации «возраст распределения» представляется более подходящим.

Еще один пример. Рассмотрим случаи двух 55-летних женщин-инвесторов. Как различить особые потребности каждой из них? Чтобы ответить на этот вопрос, нужно принять во внимание множество обстоятельств, таких как потребности этих женщин в доходе, их запросы во время пребывания на пенсионном обеспечении, размеры пенсии, текущие и прогнозируемые жизненные расходы, завещание, пассивные источники дохода, степень устойчивости к риску и т. п. Эти переменные реальной жизни оказывают существенное влияние на распределение активов каждой из женщин. Распределение активов, основанное на физическом возрасте данных инвесторов (55% в облигациях), может служить хорошей отправной точкой или базовой моделью распределения. Однако существует ряд жизненных переменных, которые в конечном счете определяют «возраст распределения» инвестора.

Допустим, что одна из этих 55-летних женщин-инвесторов едва сводит концы с концами (в финансовом отношении), тогда как другая обеспечена очень хорошо. Первая женщина располагает небольшой суммой, образовавшейся в ее пенсионном плане, и эта сумма является ее единственным источником дохода. Она задолжала некоторую сумму за жилье; к тому же ей приходится заботиться о своих престарелых родителях, которым около 80 лет. В ее случае применение правила «Ваш возраст — в облигациях» привело бы к тому, что доля акций в ее портфеле составила бы 45%. Этот вариант может представляться чересчур агрессивным и нуждается во внесении определенных поправок. Если исходить из ее жизненной ситуации, то более приемлемым для нее вариантом является «возраст распределения», составляющий 70 лет. Это объясняется ее очень высоким риском денежного потока и необходимостью заботиться о престарелых родителях. Она не может позволить себе потерять сколько-нибудь значимую часть своих сбережений.

Другая 55-летняя женщина располагает весьма солидным пенсионным планом, у нее нет никаких долгов (ни по жилью, ни по потребительскому кредиту). К тому же она располагает внушительным индивидуальным пенсионным счетом, позиционированным очень консервативно. Кроме того, она рассчитывает унаследовать через несколько лет солидное состояние. Ее «возраст распределения» — ближе к 40 годам, поскольку ее риск денежного потока очень невелик, долги отсутствуют и в обозримом будущем ей не грозит исполнение серьезных финансовых обязательств.

Правило «Ваш возраст — в облигациях» для обеих женщин носит чересчур ограничительный характер. Вспомним, что физический возраст этих женщин-инвесторов составляет 55 лет. Однако первая из них отводит под облигации 70% своего портфеля из-за своей непростой финансовой ситуации и под акции — всего 30%. Распределение активов второй из них будет таким: 40% в облигациях и 60% в акциях; такой вариант распределения активов обусловлен гораздо более благоприятной финансовой ситуацией данного инвестора.

## **ВЫВОДЫ**

Выбор подходящего варианта распределения активов на всех стадиях жизни очень важен для вашего долгосрочного инвестиционного плана. Любой эффективный инвестиционный план должен отвечать таким базовым условиям, как широкая диверсификация, стабильность, управление налогами и развитие, отвечая в то же время индивидуальным потребностям инвестора, для которого составляется этот план. Учет этих индивидуальных потребностей делает портфель уникальным для человека, который собирается им пользоваться.

Несмотря на то что инвесторы имеют много общего, жизненные ситуации каждого из них разнятся, что обуславливает необходимость строго индивидуального подхода к выбору распределения активов. В связи с этим большинство инвестиционных портфелей в каком-то отношении будут подобны друг другу, а в каком-то — уникальны. Если вы грамотно управляете своим портфелем на протяжении многих лет и не даете волю эмоциям при принятии инвестиционных решений, то этот инвестиционный портфель должен приносить вам дивиденды во

время вашего пребывания на пенсии и станет хорошим подспорьем для ваших наследников.

Методология жизненного цикла является одной из стратегий, которая послужит вам надежной отправной точкой для поиска подходящего варианта распределения активов. Такое распределение активов и предложенные в этой главе сочетания инвестиций для рассмотренных нами четырех жизненных стадий следует воспринимать лишь как ориентиры. Инвестиционный портфель нужно скорректировать таким образом, чтобы он соответствовал вашим конкретным жизненным обстоятельствам, в частности вашему возрасту; при этом хорошим решением вопроса о том, какой должна быть доля облигаций в вашем портфеле, может быть ваш «возраст распределения».

# Как поведение инвестора влияет на решения по распределению активов

### КЛЮЧЕВЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

- Предметом поведенческих финансов является процесс принятий решений инвестором.
- Не превышать порог своей устойчивости к риску очень важно для достижения успеха в инвестировании.
- Стресс-тестирование распределения активов помогает уточнить степень устойчивости инвестора к риску.
- Ребалансировка приводит во взаимное соответствие ваш портфель и вашу инвестиционную политику.

Поведение инвестора — второй этап распределения активов. Любой хорошо разработанный план приносит желаемый результат лишь в том случае, когда инвестор твердо следует ему, как бы ни складывалась ситуация на рынке. Важным условием этого является ваша способность учитывать влияние риска на проводимую вами инвестиционную политику.

Современная портфельная теория (МРТ) гласит, что любой инвестор имеет доступ ко всей открытой информации о ценных бумагах, когда возникает в этом необходимость. МРТ исходит из того, что, руководствуясь этой информацией при принятии инвестиционных решений, все инвесторы действуют рационально. Предполагается также, что при формировании распределения активов инвесторы понимают природу риска и доходности на разных рынках, в том числе корреляции между рынками. МРТ также допускает, что после разработки и внедрения инвестиционного плана периодически будет проводиться ребалансировка портфеля с целью получения диверсификационной выгоды и управления рисками.

Теория остается теорией. На практике инвесторы далеко не всегда ведут себя так, как предполагает теория. Действительно, инвесторы

ставят перед собой цель максимизировать доходность при минимизации риска. Однако ни один отдельно взятый инвестор не может знать того, что знают в совокупности все участники рынка, и ни один отдельно взятый инвестор не сможет действовать исключительно хладнокровно на каждом этапе управления своим инвестиционным портфелем. Конечный результат проявления этих маленьких человеческих слабостей заключается в том, что доходность инвестиционных портфелей большинства из нас оказывается ниже доходности рынков, в которые мы инвестируем.

Исследователи обнаружили неожиданно большое количество свидетельств, указывающих на то, что иррациональное поведение и часто повторяющиеся ошибки в суждениях (отличающиеся высокой повторяемостью, предсказуемостью и повсеместностью) объясняют значительную долю дефицита доходности индивидуальных инвестиций.

Причиной провала инвестиционных планов не являются финансовые рынки как таковые; причина заключается в самих инвесторах, которые оказываются источником собственных неудач. Об этом свидетельствует мой собственный опыт работы с индивидуальными инвесторами на протяжении более 20 лет. Разумный инвестиционный план никогда не подведет инвестора, а вот инвестор может погубить даже идеальный инвестиционный план. Отказ от хорошего инвестиционного плана обычно происходит либо во время глубокого «медвежьего», либо во время мощного «бычьего» рынков.

Любая успешная стратегия распределения активов требует понимания инвестором динамики, присущей диверсификации и перераспределению. Она требует также, чтобы инвесторы понимали опасность скоропалительных суждений, продиктованных эмоциями: именно такие суждения могут не оставить камня на камне от вашего инвестиционного плана, каким бы хорошим он ни был.

Недооцененность рыночного риска является важной причиной поведенческих ошибок. Если инвестор принимает на себя слишком большой риск по портфелю, не зная о существовании этого риска или не понимая его природы, то такого инвестора неизбежно охватят эмоции, когда наступит пора серьезных убытков, а эмоции, в свою очередь, неизбежно повлекут за собой ошибки. При ухудшении

ситуации на рынках инвесторы, пребывающие в плену собственных эмоций, начинают сомневаться в правильности выбранного ими варианта распределения активов, затем у них возникает желание отказаться от своего долгосрочного инвестиционного плана и предпочесть надежность низкодоходных краткосрочных инструментов. Важно, чтобы каждый инвестор знал, какой величины риск заключен в том или ином распределении активов, до того, как приступить к практической реализации своего плана; это удержит его от поспешного отказа от выбранного варианта распределения активов. Принятие решений под воздействием эмоций не способствует реализации жизнеспособного инвестиционного плана.

## **ПОВЕДЕНЧЕСКИЕ ФИНАНСЫ**

Поведенческие финансы — это область научных знаний, которая пытается понять и объяснить влияние человеческой психологии на процесс принятия решений инвесторами. Эта отрасль, зародившаяся в начале 1960-х годов, стала со временем важной областью исследований в нескольких влиятельных учреждениях. Признанными экспертами в этой области являются такие профессора, как Дэниел Канеман (Принстонский университет), Меир Статман (Университет Санта-Клары), Ричард Талер (Чикагский университет), Роберт Шиллер (Йельский университет) и Амос Тверски, которого часто называют «дедушкой поведенческих финансов»; он скончался в 1996 г.

Приведенный ниже перечень содержит ряд выводов, сделанных исследователями поведенческих финансов. К сожалению, это очень неполный перечень (гораздо больше информации об этой увлекательной области знаний можно почерпнуть в интернете). Люди, как правило, проявляют чрезмерный оптимизм по поводу акций, когда рынок идет в гору, однако этот оптимизм сменяется пессимизмом, когда рынок начинает падать.

- Инвесторы придают слишком большое значение самой свежей информации (например, прибыли за последний квартал), уделяя значительно меньшее внимание долгосрочным фундаментальным показателям.



- Люди, как правило, покупают инструменты, доходность которых в последнее время значительно выросла. Свыше 80% новых покупок паев взаимных фондов касаются фондов, продемонстрировавших самую высокую доходность в прошлом году.
- Инвесторы называют инструменты «хорошими» или «плохими» в зависимости от того, какой оказалась текущая стоимость относительно цены, заплаченной ими, а не в зависимости от исходных фундаментальных показателей соответствующего инструмента.
- Люди очень неохотно признают ошибки в своих суждениях. В результате многие платят высокие комиссионные брокерам и советникам только для того, чтобы впоследствии было на кого свалить вину за возможную неудачу.
- Уверенность инвесторов в будущей прибыли компаний с дорогими акциями, как правило, бывает чрезмерно велика, тогда как уверенность в росте прибыли компаний с дешевыми акциями зачастую оказывается слишком слабой.
- Чересчур уверенным в себе инвесторам нередко кажется, что они обладают вполне достаточными знаниями и информацией, хотя это далеко не всегда отвечает действительности. Пытаясь переиграть рынок, они чаще всего оказываются неспособны добиться доходности на уровне рынка.
- Профиль чересчур уверенного в себе инвестора таков: мужчина, хороший специалист, имеющий по меньшей мере одну ученую степень.
- Женщины, как правило, воспринимают рынки в более долгосрочном плане, чем мужчины. Они строже придерживаются своего инвестиционного плана и не склонны отступать от него, какие бы неожиданности ни подбрасывал им рынок. Поэтому в целом они добиваются более высоких результатов, чем мужчины.

Стратегии распределения активов основываются на рациональных решениях и дисциплине, необходимой для практической реализации этих решений. К сожалению, поведение отдельных инвесторов

становится иррациональным, когда речь идет о принятии инвестиционных решений, особенно в периоды повышенной нестабильности рынков. Разумные инвесторы осознают рыночные лимиты, а также небеспредельность своих собственных возможностей и формируют распределение активов, учитывающее и те и другие ограничения.

## **БОЛЕЕ ИНТЕРЕСНАЯ ИНФОРМАЦИЯ**

Один из неожиданных аспектов исследования поведенческих финансов заключается в том, что большинство индивидуальных инвесторов, участвовавших в опросах, отдают себе отчет в том, что их способ инвестирования весьма далек от совершенства. Согласно результатам опроса участников пенсионного плана 401(k), проведенного специалистами Vanguard Group, 85% трудящихся считают себя неопытными инвесторами и предпочли бы пользоваться услугами профессионального управляющего.

Интересно отметить следующий результат, полученный специалистами Vanguard Group: самые неэффективные счета в пенсионных планах 401(k) принадлежат самым образованным участникам, имеющим наивысший уровень дохода и считающим себя умелыми инвесторами. Исследователи Оливия Митчелл и Стефан Аткус, являющиеся членами совета Уортонского пенсионного совета при Пенсильванском университете, изучали причины низкой доходности счетов, принадлежащих высокооплачиваемым специалистам<sup>[41]</sup>. Митчелл и Аткус пришли к выводу, что люди, зарабатывающие больше, скорее всего, находятся на более высоких уровнях управленческой иерархии, а это заставляет их чувствовать себя хозяевами собственной судьбы. Аткус пришел к выводу, что чрезмерная уверенность в себе людей, получающих более высокий доход, заставляет их чаще заниматься рискованными операциями с ценными бумагами. Именно это являлось основным фактором, обуславливающим более низкую эффективность их инвестиций.

Профессор Меир Статман (Университет Санта-Клары) является признанным экспертом в области поведения, известной как *страх сожаления*. Допустив ошибочное суждение, люди, как правило, испытывают сожаление и разочарование. Инвесторы обычно весьма

огорчаются, узнав, что купленную ими ценную бумагу можно было приобрести гораздо дешевле. Некоторые психологи пришли к выводу, что потеря 1 доллара вызывает у инвестора отрицательную реакцию, в два раза более сильную, чем положительная реакция на получение дополнительного доллара в результате удачной финансовой операции.

Выводы, сделанные Статманом, оказывают непосредственное влияние на инвесторов, применяющих те или иные стратегии распределения активов. Ребалансировка портфеля требует от инвесторов продажи части прибыльных и дополнительной покупки убыточных инструментов. Инвестору психологически трудно продать ценные бумаги, обеспечивающие ему доход, и купить ценные бумаги, которые могут принести убытки. Особенно трудно бывает поступить подобным образом в период глубокого «медвежьего» рынка, когда людей охватывает депрессия.

Исследование поведенческих финансов развивается вширь и вглубь. В последние годы опубликованы десятки книг по этому вопросу; немало полезной (и бесплатной) информации можно также найти в интернете. Виртуальный информационный центр по вопросам поведенческих финансов находится по адресу: [www.behaviouralfinance.net](http://www.behaviouralfinance.net).

## **КАК ОПРЕДЕЛИТЬ СТЕПЕНЬ СВОЕЙ УСТОЙЧИВОСТИ К РИСКУ**

После того как вы сформулируете для себя подходящий вариант распределения активов, основанный на ваших активах и будущих финансовых обязательствах, необходимо определить степень вашей устойчивости к инвестиционному риску. Степень устойчивости к риску является мерой волатильности цен и убытков от инвестирования, которые вы в состоянии выдержать, не меняя своего поведения. Идеальный портфель может создать вам проблемы в период «медвежьего» рынка, но его волатильность недостаточна, чтобы заставить вас изменить свою инвестиционную стратегию. Портфель со слишком высоким риском может заставить вас изменить свое поведение в период высокой волатильности, что способно привести к изменению вашего инвестиционного плана или отказу от его использования.

Обусловленное рыночным риском эмоциональное решение изменить инвестиционный план или отказаться от его использования *увеличивает* в конечном счете риск по портфелю и снижает доходность. Люди оказываются в плену эмоций только после того, как потеряют деньги. Если пребывание инвестора на неудачном рынке оказывается столь длительным, что он теряет деньги, то данный инвестор не пожелает выйти с рынка, когда ситуация на нем меняется в лучшую сторону. Это становится стратегией, которую можно было бы обозначить как «100%-ный риск и никакой доходности».

Эмоциональное решение вовсе не обязательно приводит к продаже рискованных инвестиций. Оно может просто означать отказ от инвестирования новых средств в соответствующие рынки в тот момент, когда вы намеревались это сделать, или отсрочку ребалансировки портфеля в акции, пока вы «выжидаете и наблюдаете» за тем, что происходит на рынке.

Если инвестору повезет и он правильно угадает моменты изменения ситуации на рынке в краткосрочной перспективе, это может привести к крупным убыткам в дальнейшем. Инвесторы, которым однажды удалось правильно угадать момент изменения ситуации на рынке, как правило, приписывают это своей интуиции, а не случайной удаче. Стоит только человеку поверить в свою способность «читать» рынки, он тотчас же обрекает себя на большие и дорогостоящие ошибки в будущем.

## **КАКОЕ ВЛИЯНИЕ МОГУТ ИМЕТЬ ПОВЕДЕНЧЕСКИЕ ФИНАНСЫ**

Определить степень своей устойчивости к риску — непростая задача. Люди понимают, что инвестирование требует риска, однако они, как правило, переоценивают величину риска, с которым им приходится иметь дело. Это особенно касается продолжительного «бычьего» рынка.

В конце 1990-х годов почти каждый инвестор зарабатывал на фондовом рынке. Инвестирование представлялось чем-то наподобие улицы с односторонним движением: высокие доходы и минимальный риск. Каждый раз, когда цена акций на короткое время падала, нам говорили: «Покупайте падающие в цене акции». В то время было

трудно найти активного инвестора, который не считал себя ловким дельцом. Телевизионные каналы СМИ укрепляли эту веру, постоянно информируя инвесторов путем регулярных «прямых» репортажей с фондовой биржи. Биржевые «чаты» в интернете были полны доморощенных финансовых аналитиков, не обладающих какой-либо специальной подготовкой. Излюбленными штампами того времени были: «На этот раз все происходит по-другому» и «Мы пребываем в новой парадигме оценки стоимости акций».

Появились авторы, с готовностью оседлавшие эту волну. В начале 1999 г. Джеймс Глассман и Кевин Хассетт опубликовали бестселлер *Dow 36,000* (New York: Three Rivers Press, 2000), тотчас же ставший необычайно популярным. Эти авторы использовали исторические данные, чтобы показать, что было немало продолжительных периодов, в течение которых риск на рынке акций вообще отсутствовал. Джеймс Глассман и Кевин Хассетт утверждали, что, когда мир осознает этот факт, стоимость индекса Доу-Джонса утроится. Стараясь не отстать от других аналитиков, Чарльз Кадлец опубликовал в сентябре 1999 г. свое исследование *Dow 100,000: Fact or Fiction* (Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall Press, 1999), где предсказывал, что к 2020 г. стоимость индекса Доу-Джонса возрастет в 10 раз.

Время обошлось жестоко с теми, кто решил игнорировать риск или придумать рационалистическое объяснение его отсутствию в данном случае. В период с марта 2000 по март 2003 гг. индекс Доу-Джонса упал на 40%, а индекс высокотехнологичных компаний NASDAQ — на 80%. Улицы «обагрились кровью», когда инвесторы начали поспешно избавляться от своих акций и пытаться вернуть хотя бы то небольшое, что осталось от их стоимости. Нужно ли говорить, что *Dow 36,000* и *Dow 100,000: Fact or Fiction* теперь продаются лишь на «блошинных» рынках по цене не больше 1 долл.

К 2007 г. индекс S&P 500 восстановил свои былые позиции, а в октябре 2007 г. достиг новых высот. Затем экономическое цунами потрясло рынок жилья США, вызвав эффект домино, который разрушил финансовые рынки по всему миру. Фундамент крупнейших финансовых учреждений дал трещину. Первым покачнулся инвестиционный банк Bear Stearns, затем настала очередь Lehman Brothers и AIG. Под угрозой оказалась вся банковская отрасль США.

Финансовая система могла бы полностью застопориться, если бы ФРС и Министерство финансов США не приняли меры по оздоровлению финансовой системы. С разрешения Конгресса США сотни миллиардов долларов налогоплательщиков были закачаны в банковскую систему страны с целью стабилизации рынков путем предоставления ликвидности.

За 18 месяцев индекс S&P 500 снизился более чем на 57%: с 1562 пунктов, которые были зафиксированы 12 октября 2007 г., до минимума (666 пунктов), достигнутого 9 марта 2009 г. За тот же период акции банков упали в цене приблизительно на 70%. Это было ужасное время для многих инвесторов, вложивших свои деньги в акции, и подлинное испытание на их устойчивость к финансовому риску.

Когда человек переоценивает свою устойчивость к финансовому риску, ошибочность этой оценки проявится во время «медвежьего» рынка, подобного тому, который установился в 2008 г. Это в любом случае станет дорогостоящим и болезненным уроком, который останется в памяти инвесторов на долгие годы. Два «медвежьих» рынка, случившиеся в период 2000–2009 гг., создали огромные проблемы для слишком самоуверенных инвесторов, многим из которых пришлось продать свои акции в момент, когда рынок приблизился к своему «дну».

Лишь инвесторы, распределение активов которых не превышает степени их устойчивости к риску, способны относительно благополучно пережить глубокие «медвежьи» рынки. Найти такой вариант распределения инвестиций, который способен пережить все рыночные циклы, не так-то просто, но усилия, затраченные на этот поиск, несомненно, себя окупят.

## **АНКЕТЫ ДЛЯ ОПРЕДЕЛЕНИЯ УСТОЙЧИВОСТИ К РИСКУ**

Анкеты для определения устойчивости к риску широко распространены в инвестиционной отрасли. Эти анкеты составляются всеми компаниями взаимных фондов, брокерскими фирмами, а также частными советниками по инвестициям. Кроме того, вы можете найти их в книгах по финансовому планированию и некоторых журналах, в которых освещаются вопросы инвестирования.

Целью анкетирования является нахождение максимального уровня риска, который способен выдержать тот или иной инвестор. Анкеты содержат разные вопросы, касающиеся вашего инвестиционного опыта, и пытаются моделировать ваш профиль «риска и доходности». По результатам анкетирования в некоторых случаях даже выдаются рекомендации относительно комбинации инструментов, подходящей анкетированному инвестору. Для читателей, которые хотели бы получить более полное представление о подобных анкетах, в конце этой главы приводятся вопросы, содержащиеся в одной из таких анкет. Анкеты — лишь одна из отправных точек, с которых вы можете начать изучение степени своей устойчивости к риску; однако не следует слишком полагаться на точность такого анализа. Одна из проблем данного подхода заключается в том, что большинству подобных анкет присуща некая расплывчатость. Информация, которую можно получить с их помощью, явно недостаточна для надежного определения степени устойчивости инвестора к риску. Поскольку ответ на каждый вопрос важен для подсчета итоговой суммы баллов, слишком короткий перечень вопросов означает ненадежный результат. К тому же если на протяжении одного года вы попытаетесь ответить несколько раз на вопросы одной и той же анкеты, то каждый раз результаты будут разными, поскольку ответы будут зависеть от вашего текущего настроения и ваших самых свежих впечатлений от ситуации на фондовом рынке.

Еще одной проблемой анкет является некорректное использование полученной информации. Цель применения анкеты заключается в том, чтобы определить ваш *максимальный* уровень риска. Они не предназначены для определения *подходящего* для вас уровня риска, исходя из ваших финансовых потребностей. Тем не менее продавцы инвестиционных продуктов используют результаты анкетирования, чтобы ориентировать людей на портфели, которым присущ максимальный уровень риска, независимо от желания инвестора. Чем это объясняется? Рискованные инвестиции приносят советнику бое комиссионные. Взаимные фонды акций взимают с инвесторов боую плату, чем взаимные фонды облигаций, и уплачивают боую брокерскую комиссию.

Время ответа на вопросы анкеты существенно влияет на содержание ответов инвестора. Если в момент ответа на вопросы анкеты фондовый рынок находится на подъеме, а волатильность невысока, то люди пребывают в оптимистическом настроении, и это отражается на величине риска, который они готовы принять на себя. Но этот момент не должен быть предметом интереса анкеты. Задача анкеты заключается в том, чтобы увидеть, как вы поведете себя на «медвежьем» рынке. Поэтому я рекомендую использовать анкету для определения степени устойчивости инвестора к риску лишь в период, когда он пребывает в не самом радужном настроении в связи с резким (например, 10%-ным) падением курса акций.

Несмотря на проблемы, связанные с использованием анкет для определения степени устойчивости инвестора к риску, они все же позволяют понять, что думают инвесторы по поводу максимальной степени риска, который они в состоянии выдержать. Однако использование подобной анкеты является лишь отправной точкой для дальнейшего анализа этого вопроса. Такие инструменты являются лишь одним из средств, которые призваны ориентировать вас в выборе самого подходящего для вас портфеля.

## **СТРЕСС-ТЕСТ РАСПРЕДЕЛЕНИЯ АКТИВОВ**

Если вам кажется, что вам удалось выбрать подходящий вариант распределения активов, следует воспользоваться еще одним инструментом, который поможет определить, не превышает ли риск этого портфеля вашу степень устойчивости к риску. Стресс-тест распределения активов — это простая форма имитации рынка, которая поможет вам уяснить свою возможную реакцию на очередное падение финансовых рынков.

Такой стресс-тест предполагает получение от инвестора честных ответов на ряд вопросов типа «А что, если...». Ниже приведен простой пример вопроса такого рода.

Допустим, вы инвестировали половину своих сбережений в какой-то из индексных фондов общего рынка акций США, а другую половину — в какой-то из индексных фондов общего рынка облигаций США. Но к концу года стоимость чистых активов (СЧА) фонда акций упала на 30%, тогда как СЧА фонда облигаций выросла на 10%. Вы планировали проводить ежегодную ребалансировку своего портфеля



таким образом, чтобы поддерживать позицию «50% в акциях и 50% в облигациях». Однако какие действия вы намерены предпринять, учитывая значительное падение курсов акций?

1. Провести ребалансировку своего портфеля таким образом, чтобы восстановить свою целевую позицию «50% в акциях и 50% в облигациях».

2. Не предпринимать никаких действий до тех пор, пока не станет очевидным дальнейшее направление движения рынка.

3. Продать часть паев фонда акций и докупить паи фонда облигаций, чтобы сократить таким образом свой риск.

Если распределение образца «50% в акциях и 50% в облигациях» не превышало степень вашей устойчивости к риску, то следует выбрать 1-й вариант: продавать облигации и покупать акции, чтобы восстановить исходный баланс своего портфеля. С другой стороны, вы превысите степень своей устойчивости к риску, если, не предпринимая никаких действий, позволите своему портфелю разбалансироваться (2-й вариант) или решите продать акции (3-й вариант). Если вы будете действовать именно так, то распределение образца «50% в акциях и 50% в облигациях» выходит за рамки вашей устойчивости к риску.

Кроме того, я пришел к выводу, что *фактическая* степень устойчивости к риску большинства людей оказывается ниже их *декларируемой* степени. Иными словами, людям не хочется, чтобы кто-то думал, будто они не в состоянии пережить убытки, поскольку это воспринимается как слабость и неуверенность в собственных силах.

Подобная бравада является плохим помощником в инвестировании. Неважно, насколько низкой является степень вашей устойчивости к риску, — главное, чтобы вы знали, какова она в действительности. Понимание вашего личного допустимого предела финансовых потерь поможет вам определить подходящий вариант распределения активов, а это повысит вероятность того, что вы будете последовательно осуществлять свой инвестиционный план, как бы ни складывалась ситуация на рынке.

## **ПРИМЕР СТРЕСС-ТЕСТА**

Ниже приведен подробный пример стресс-теста распределения активов. В этом примере мы исходим из того, что инвестор уже выбрал для себя некий первоначальный вариант распределения активов, а затем выполняет стресс-тест этого распределения, чтобы понять, какой

может оказаться его реакция на скачок волатильности. Если случится эмоциональная реакция на финансовую потерю, значит, нужно изменить распределение активов, чтобы привести портфель в соответствие с истинной степенью устойчивости данного инвестора к риску.

Рассмотрим случай незамужней женщины в возрасте около 55 лет, которая решила выйти на пенсию, после того как работодатель предложил ей вариант досрочного выхода на пенсию. Эта женщина будет получать небольшую ежемесячную пенсию, а также единовременный перевод из пенсионного плана в размере 300 тыс. долл. Она решает встретиться со специалистом по финансовому планированию, чтобы тот помог ей успешно инвестировать эту сумму.

Специалист по финансовому планированию приходит к выводу, что денег, получаемых в виде пенсии, этой женщине не хватит для покрытия жизненно необходимых расходов, а также для оплаты задуманных ею туристических поездок. Чтобы дополнить свой пенсионный доход, ей придется каждый месяц изымать по 1000 долл. из общей суммы. Определив потребности своей клиентки в денежном потоке, специалист переходит к обсуждению распределения активов. Он разъясняет исторические показатели доходности и риска по каждому классу активов, а также сущность современной портфельной теории и необходимость ежегодного проведения ребалансировки портфеля. Специалист по финансовому планированию предлагает женщине ответить на вопросы анкеты, с помощью которой можно определить ее устойчивость к риску (то есть максимальный для нее уровень риска).

Женщина заполняет эту анкету, а специалист подсчитывает количество баллов. Он приходит к выводу, что устойчивость этого инвестора к риску такова, что вполне возможно использовать агрессивный вариант портфеля. Специалист предлагает женщине следующий вариант распределения активов: 70% в акциях и 30% в облигациях.

Прежде чем рекомендовать своей клиентке индивидуальные инвестиции, специалист по финансовому планированию хочет убедиться, что предложенный вариант распределения активов (70% в акциях и 30% в облигациях) не выходит за рамки устойчивости

данного инвестора к риску. Он просит клиентку выполнить стресс-тест распределения активов. Формируется гипотетический портфель, моделирующий ежемесячную стоимость портфеля, включающего 70% акций и 30% облигаций, в период 2000–2002 гг. Для проведения стресс-теста выбираются два инструмента: индексный фонд Vanguard Total Bond Market Index и индексный фонд Vanguard Total U.S. Stock Market Index.

Специалист по финансовому планированию исходит из того, что в декабре 1999 г. его клиентка начинает инвестирование с суммы в 300 тыс. долл., с которой она снимает по 1000 долл. в месяц начиная с конца января 2000 г., а в конце каждого года проводит ребалансировку портфеля, восстанавливая в нем исходный вариант распределения активов (70% в акциях и 30% в облигациях). В табл. 13.1 представлен финансовый результат за трехлетний период.

**ТАБЛИЦА 13.1**

Стресс-тест № 1: 70% в акциях и 30% в облигациях; старт с 300 тыс. долл. (2000–2002 гг.)

Конец квартала, год	Vanguard Total U.S. Stock Fund, %	Vanguard Total Bond Fund, %	70% в акциях, долл.	30% в облигациях, долл.	Совокупная прибыль / убыток от инвестиций, долл.	Изъятие средств со счета, нарастающим итогом (при темпе 1000 в месяц), долл.	Конечная стоимость, долл.
1999, декабрь			210 000	90 000			300 000
2000, март	3,84	2,42	216 564	90 678	10 242	(3000)	307 242
2000, июнь	–4,39	1,48	205 557	90 520	2077	(6000)	296 077
2000, сентябрь	0,27	3,07	204 612	91 799	5411	(9000)	296 411
2000, декабрь	–10,17	3,98	182 303	93 953	(11 745)	(12 000)	276 255
2001, март	–12,27	3,24	168 151	84 062	(32 787)	(15 000)	252 213
2001, июнь	7,47	0,79	179 212	83 226	(19 562)	(18 000)	262 438
2001,	–15,93	4,29	149	85	(44 540)	(21 000)	234

сентябрь			164	296			460
2001, декабрь	12,32	-0,08	166 041	83 728	(26 231)	(24 000)	249 769
2002, март	0,97	0,06	175 034	73 476	(24 490)	(27 000)	248 510
2002, июнь	-12,69	2,80	151 322	74 033	(44 645)	(30 000)	225 355
2002, сентябрь	-16,84	3,71	124 340	75 279	(67 381)	(33 000)	199 619
2002, декабрь	7,82	1,47	132 563	74 886	(56 551)	(36 000)	207 449

Прорабатывая со своей клиенткой результаты за 2000 г., специалист по финансовому планированию убеждается, что они для женщины вполне приемлемы. Несмотря на то что убытки за 2000 г. составили 11 745 долл., а сумма, снятая со счета в 300 тыс. долл., за тот же период равняется 12 тыс. долл., женщину устраивает и этот результат, и проведенная в конце 2000 г. ребалансировка портфеля.

2001 г. начинается с восстановленного первоначального варианта распределения активов (70% в акциях и 30% в облигациях). Однако в 2001 г. фондовый рынок продолжает падение. К концу года стоимость портфеля клиентки составляет 249 769 долл., что на 50 231 долл. меньше его изначальной стоимости в 300 тыс. долл. Женщина уже не улыбается. Она отдает себе отчет в том, что за два прошедших года из портфеля было изъято 24 тыс. долл., и весьма неохотно соглашается с тем, что к началу 2002 г. ей все же придется восстановить первоначальный вариант распределения активов (70% в акциях и 30% в облигациях).

По мере проработки специалистом по финансовому планированию 2002 года складывается ситуация, заставляющая прекратить этот эксперимент. В июне 2002 г. стоимость портфеля снижается до 225 355 долл., и женщину охватывает сильное беспокойство. К сентябрю стоимость портфеля опускается ниже 200 тыс. долл. (до 199 619 долл.). Для клиентки это оказывается пороговым значением: распределение в 70% в акциях и 30% в облигациях ее уже не устраивает. «Если дела и дальше пойдут так, то через пять лет я окажусь на мели!» — заявляет она.

Отвечая на вопросы анкеты, людям часто кажется, что они способны выдержать больший риск, чем в действительности. Несмотря на ранний выход этой женщины на пенсию и ее готовность к риску, оказалось, что она неспособна выдержать риск портфеля, включающего 70% акций и 30% облигаций.

Специалист объясняет женщине, что если она склонна к тому, чтобы отказаться от своего инвестиционного плана после потери денег, то распределение активов в портфеле, включающем 70% акций и 30% облигаций, для нее чересчур агрессивно. Таким образом, с самого начала следует выбирать менее агрессивный вариант распределения активов. Специалист предлагает женщине более умеренную расстановку: 40% в акциях и 60% в облигациях.

Табл.13.2 представляет собой повторение стресс-теста. На этот раз исходное распределение активов в портфеле таково: 40% в акциях и 60% в облигациях. В декабре 1999 г. клиентка начинает с суммы в 300 тыс. долл., из которой она изымает по 1000 долл. в месяц. Предполагается, что в конце каждого года будет проводиться ребалансировка этого портфеля с целью восстановления исходного распределения активов (40% в акциях и 60% в облигациях).

**ТАБЛИЦА 13.2**

Стресс-тест № 2: 40% в акциях и 60% в облигациях; старт с 300 тыс. долл. (2000–2002 гг.)

Конец квартала, год	Vanguard Total U.S. Stock Fund, %	Vanguard Total Bond Fund, %	40% в акциях, долл.	60% в облигациях, долл.	Совокупная прибыль / убыток от инвестиций, долл.	Изъятие средств со счета, нарастающим итогом (при темпе 1000 в месяц), долл.	Конечная стоимость, долл.
1999, декабрь			120 000	180 000			300 000
2000, март	3,84	2,42	123 108	182 856	5964	3000	302 964
2000, июнь	-4,39	1,48	116 204	184 062	3266	6000	297 266
2000, сентябрь	0,27	3,07	115 017	188 213	9230	9000	300 230
2000, декабрь	-10,17	3,98	101 820	194 204	5024	12 000	293 024

2001, март	-12,27	3,24	101 328	180 011	(6661)	15 000	278 339
2001, июнь	7,47	0,79	107 397	179 933	2330	18 000	284 330
2001, сентябрь	-15,93	4,29	88 789	186 152	(7059)	21 000	271 941
2001, декабрь	12,3	-0,08	98 228	184 503	3731	24 000	279 731
2002, март	0,97	0,06	111 478	166 439	1917	27 000	274 917
2002, июнь	-12,69	2,80	95 831	169 599	(7570)	30 000	262 430
2002, сентябрь	-16,84	3,71	78 193	174 391	(17 415)	33 000	249 585
2002, декабрь	7,82	1,47	82 808	175 455	(8737)	36 000	255 263

В своей нижней точке, достигнутой в сентябре 2002 г., рыночная стоимость портфеля составляет 249 585 долл. Однако лишь 17 415 долл. этого снижения стоимости портфеля обусловлено неблагоприятной ситуацией на рынке. Остальное представляет собою совокупные изъятия из портфеля. Такой вариант портфеля в большей мере устраивает клиентку, и она решает, что состав портфеля: «40% в акциях и 60% в облигациях» — соответствует степени ее устойчивости к риску.

Уберег бы своего владельца портфель, включающий 40% акций и 60% облигаций, от продажи акций в какой-то момент в ходе 57%-ного снижения рынка, случившегося в период между октябрём 2007 г. и мартом 2009 г.? Сложно ответить на этот вопрос. Когда я говорю, что *вероятность* «капитуляции» инвестора гораздо ниже, если доля акций в портфеле составляет 40%, а не 70%, то я могу утверждать это лишь на основании опыта общения со своими собственными клиентами. 70%-ная доля акций в портфеле вызвала бы слишком сильный стресс, и женщина продала бы свои акции на том или ином этапе «медвежьего» рынка; в таком случае размеры ее состояния сегодня существенно сократились бы.

Эффективное инвестирование предполагает наличие у инвестора реалистичных ожиданий, касающихся волатильности рынка, и последующее соединение этих ожиданий с пониманием степени

устойчивости данного инвестора к финансовому рынку. Если вы закладываете в свой портфель чересчур высокий риск, то высока и вероятность того, что при существенном ухудшении ситуации на рынке вы откажетесь от своей стратегии инвестирования. Напротив, инвесторы, прошедшие стресс-тест и эмоционально готовые к выбранному ими риску, смогут сохранить свое распределение в любой ситуации на рынке. Дисциплина в осуществлении выбранной стратегии является важной составляющей успешного инвестирования.

## **РЕБАЛАНСИРОВКА ФИНАНСОВОГО РИСКА**

Ребалансировка портфеля является фундаментальной составляющей распределения активов. Ребалансировка снижает риск по портфелю и создает диверсификационное преимущество в виде более высокой долгосрочной доходности.

Существует много методов проведения ребалансировки, хотя все они выполняют, вообще говоря, одну и ту же функцию. Распределение активов с фиксированной целью сравнивается с текущим распределением в портфеле, и ребалансировка проводится в случае, когда классы активов, представленные в портфеле, не совпадают с целевым распределением на заранее указанный процент.

Самым распространенным вариантом является регулярная ребалансировка, проводимая через определенные интервалы времени (например, ежемесячно, ежеквартально или ежегодно). Еще один метод основывается на «процентных поясах» вокруг классов активов. Существуют и другие стратегии ребалансировки, подчас весьма непростые. Они предусматривают использование сложной комбинации дифференцированных процентов и временных элементов; реализация таких стратегий требует немалых затрат времени и предполагает высокие торговые издержки.

Я рекомендую индивидуальным инвесторам избегать сложных стратегий ребалансировки. Ежегодная ребалансировка отличается простотой и практичностью; именно на такой вариант я постоянно ссылаюсь в данной книге. Ежегодная ребалансировка позволяет извлечь максимум диверсификационного преимущества, обеспечиваемого другими стратегиями, без значительных временных затрат и средств на ее осуществление.

Бывают ситуации, когда ребалансировку вашего портфеля необходимо проводить с использованием наличных. Внесение денежных средств в портфель — это идеальное время, чтобы проверить распределение активов и инвестировать дополнительные деньги в покупку тех или иных активов (если в этом есть необходимость). Если же вы изымаете часть средств из своего портфеля, то это создает еще одну возможность для проведения ребалансировки. Возможен также вариант с направлением процентных выплат по ценным бумагам и дивидендов на акции в какой-либо фонд денежного рынка вместо автоматического реинвестирования этих процентов и дивидендов (см. главу 14). Денежный доход, создаваемый текущими инвестициями, при необходимости можно реинвестировать, если вы не используете его для удовлетворения своих жизненных потребностей.

Неукоснительное проведение ребалансировки является также хорошим тестом на устойчивость к риску. Инвесторы будут без колебаний проводить ребалансировку в соответствующие моменты времени, если их портфель отвечает степени устойчивости этих инвесторов к риску. Распределение активов в портфеле может быть слишком агрессивным, если инвестор сомневается, следует ли проводить ребалансировку в период «медвежьего» рынка. Если вы испытываете сомнения в период снижения цены акций, это может быть подходящим временем для пересмотра своего инвестиционного плана и внесения перманентного изменения в комбинацию акций и облигаций в портфеле.

## **КОГДА СЛЕДУЕТ ИЗБЕГАТЬ РИСКА**

Избежание риска — это концепция, отличная от устойчивости к риску. Избежание риска — это консенсусное решение не инвестировать вблизи вашего уровня устойчивости к риску. То есть избежание риска представляет собой меру контроля риска. Вы принимаете на себя лишь такую величину риска, которая необходима, чтобы достичь определенной финансовой цели. Коротко говоря, вы должны знать свой «болевой порог» и понимать, когда избегать его.

Существует немало веских причин, чтобы не использовать рискованный портфель. Нет необходимости инвестировать на



максимальном уровне вашей устойчивости к риску, если вы накопили достаточный объем активов, чтобы легко достичь ваших инвестиционных целей с меньшим риском. Поддержание высокого уровня риска в портфеле, когда в этом нет необходимости, может привести к катастрофическим результатам. Нет ничего хуже, чем располагать достаточной суммой денег для жизни на пенсии и потерять эти деньги только потому, что вы не позаботились о снижении уровня риска.

Многие бывшие работники обанкротившихся компаний знают на собственном опыте, насколько опасно рисковать без крайней к тому необходимости. Выше уже говорилось о том, что сотрудники охотно инвестируют в акции своей компании (см. главу 2). Если, однако, компания обанкротится, то эти люди потеряют не только работу, но и боюю часть своих сбережений.

Маятник избежания риска может отклониться слишком сильно и в консервативном направлении. Было бы неразумно устранять из портфеля весь потенциальный риск, поскольку более высокая доходность может потребоваться вам для компенсации инфляции в будущем. Все инвестиции сталкиваются с разрушительным влиянием инфляции и налогов. Сохранение в портфеле некоторых рискованных активов позволяет компенсировать инфляцию после уплаты налогов. К тому же большинство людей не успевают потратить все свои деньги при жизни, и по крайней мере какие-то активы переходят к их наследникам. Подходящее распределение активов может не ограничиваться сроком вашего пребывания в этом мире и включать детей, а также других ваших наследников.

В *табл. 13.3* представлен пример портфеля с низким риском. Здесь предусмотрена позиция в краткосрочных и среднесрочных облигациях. Если в течение нескольких лет вы не обналичиваете часть активов в своем портфеле, то по меньшей мере половина доли ценных бумаг с фиксированной доходностью должна находиться в среднесрочных облигациях для получения более высокой доходности. По меньшей мере 20%-ная доля в портфеле по-прежнему должна быть отведена под инструменты роста, такие как обыкновенные акции и недвижимость. Выделение 20% под активы роста и 80% под ценные бумаги с

фиксированной доходностью более эффективно, чем портфель, на 100% состоящий из ценных бумаг с фиксированной доходностью.

Избежание риска должно базироваться на ваших известных активах и оценке будущих финансовых обязательств. Снижение риска в подходящие для этого моменты времени гарантирует, что рынки не отберут у вас финансовый «спасательный круг», над созданием которого вы трудились боюю часть своей жизни.

**ТАБЛИЦА 13.3**

Пример распределения активов с низким риском

<b>Инвестиционный класс</b>	<b>Процент</b>
Диверсифицированный фонд акций компаний США	12
Диверсифицированный фонд акций иностранных компаний	5
Взаимный фонд REIT	3
Фонд среднесрочных облигаций	40
Фонд краткосрочных облигаций	35
Фонд денежного рынка	5

## **ВЫВОДЫ**

Необходимым условием успешности распределения активов являются ваши рациональные и методичные действия по управлению своим портфелем. Наилучшее распределение активов позволяет инвестору чувствовать себя комфортно при любой ситуации, складывающейся на рынке, и он способен его поддерживать даже в периоды затяжного экономического спада. Легко сказать, но нелегко сделать! Большинство инвесторов не всегда принимают рациональные решения. Исследователям в области поведенческих финансов удалось выявить немало типов иррационального поведения и ошибочных суждений, которые ведут к снижению доходности инвестиций.

Многие неудачи инвестиционных портфелей обусловлены тем, что инвесторы принимают на себя больший риск, чем тот, который они в действительности способны вынести. Чересчур большой портфельный риск вызывает неадекватное поведение инвестора при наступлении неблагоприятной ситуации на рынке. Приемлемой величиной риска является такая, при которой инвестор не испытывает излишних

эмоций в отношении портфеля при возникновении неблагоприятной ситуации на рынке.

Разработано несколько личностных тестов, с помощью которых инвесторы могут определить свою истинную устойчивость к инвестиционному риску и найти подходящий вариант распределения активов. Оценить максимальную для себя степень риска можно, например, с помощью специализированных анкет. Стресс-тест портфеля может помочь инвесторам найти вариант распределения активов, соответствующий их индивидуальным потребностям. Наконец, управление инвестиционным портфелем в такой же мере опирается на здравый смысл, как и на математику. Чрезмерная осторожность и благоразумие еще никого не доводили до банкротства.

После того как будет выбран подходящий вариант распределения активов, необходимо регулярно проводить ребалансировку портфеля с целью реализации диверсификационных выгод и управления риском. Стратегии ребалансировки портфеля бывают простыми и весьма сложными. Проводить ребалансировку портфеля довольно просто; к тому же это позволяет весьма эффективно реализовать диверсификационные выгоды.

## **ПРИМЕР АНКЕТЫ ДЛЯ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТЕПЕНИ СВОЕЙ УСТОЙЧИВОСТИ К РИСКУ**

(приведенный здесь пример является неполным)

1. В рамках долгосрочного инвестирования я планирую инвестировать на:

- 1–2 года;
- 3–4 года;
- 5–6 лет;
- 7–8 лет;
- 9–10+ лет.

2. В течение 2008 г. цена акций за короткий период времени упала более чем на 20%. Если бы у меня был инструмент, стоимость которого внезапно упала бы на 20%, я поступил бы следующим образом:

- продал весь остаток этого инструмента;
- продал часть остатка этого инструмента;
- оставил бы его целиком у себя, ничего не продавая;
- докупил бы этот инструмент.

3. Мой предыдущий инвестиционный опыт в классы активов таков (оставить все, что относится к вам):

- краткосрочные активы (деньги, денежные рынки);
- правительственные/корпоративные облигации или взаимные фонды облигаций;
- акции компаний высокой капитализации и фонды акций компаний высокой капитализации;
- акции компаний малой капитализации и фонды акций компаний малой капитализации;
- акции иностранных компаний и фонды акций иностранных компаний.

4. Вообще говоря, я предпочитаю инструменты, стоимость которых колеблется незначительно или вообще не колеблется; я готов согласиться на более низкую доходность таких инструментов:

- категорически не согласен;
- не согласен;
- согласен в какой-то мере;
- согласен;
- полностью согласен.

5. В периоды ухудшения ситуации на рынке я, как правило, продаю те или иные доли более рискованных активов и инвестирую в менее рискованные:

- категорически не согласен;
- не согласен;
- согласен в какой-то мере;
- согласен;
- полностью согласен.

6. Я инвестировал бы в какой-либо взаимный фонд, основываясь исключительно на результатах краткой беседы с кем-либо из своих друзей, сотрудников или родственников:

- категорически не согласен;
- не согласен;
- согласен в какой-то мере;
- согласен;
- полностью согласен.

7. В первом квартале 2009 года некоторые облигации потеряли более 6% своей стоимости. Если бы у меня был какой-нибудь «надежный» инструмент, который потерял бы 6% своей стоимости за короткий период времени, то я:

- продал бы весь остаток этого инструмента;
- продал бы какую-то часть остатка этого инструмента;
- оставил бы его целиком у себя, ничего не продавая;
- докупил бы этот инструмент.

8. Мои текущие и будущие источники дохода (например, заработная плата, пособия системы социального обеспечения, пенсия) являются:

- очень нестабильными;
- нестабильными;
- в какой-то мере стабильными;

- стабильными;
- очень стабильными.

Ответы на данные вопросы помогут вам сформировать распределение активов, исходя из степени своей устойчивости к риску. Однако для формирования портфеля, соответствующего вашим индивидуальным потребностям, необходимо проделать дополнительную работу.

# В каких случаях следует изменить распределение активов

### КЛЮЧЕВЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

- Решения, касающиеся распределения активов, как правило, носят временный характер.
- Изменения в жизни инвестора ведут к изменениям в распределении активов.
- Если инвестиционному портфелю присущ слишком высокий риск, необходимо принять меры к его снижению.
- Потребности, связанные с планированием финансов инвестора, в конечном счете обуславливают распределение активов.

Изменения в распределении активов могут принимать две формы. Первая основывается на изменении потребностей инвестора, а вторая является результатом ошибки при выполнении оценки.

Изменения в распределении активов, основанные на изменении потребностей инвестора, следует вносить только после тщательного изучения ситуации. По мере изменения наших жизненных обстоятельств приходится вносить определенные корректировки в распределение активов, чтобы сбалансировать их со своими изменившимися долгосрочными финансовыми потребностями, которые зависят от нас самих или от людей, у которых возникает необходимость в нашей финансовой помощи.

В течение своей жизни каждый из нас непременно совершает ту или иную ошибку, связанную с распределением активов. Эти ошибки обычно проявляются на «бычьем» или «медвежьем» рынке, когда мы осознаём, что наш портфель не соответствует степени нашей эмоциональности. Когда ошибка в распределении активов становится очевидной, необходимо выполнить корректировку, чтобы привести портфель в соответствие с нашими истинными ощущениями. Эти изменения должны быть хорошо продуманными и контролируруемыми, а

не выполняемыми в результате нашей спонтанной реакции на те или иные события. Скоропалительные и спонтанные изменения в распределении активов не отвечают вашим интересам, поскольку движущей силой таких решений чаще всего являются чувство страха или жадность.

## **ТРИ ПРИЧИНЫ ИЗМЕНИТЬ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ**

Изменение вашего распределения активов — важное решение, которое сопоставимо по своему значению с решением сменить место работы. Можно назвать несколько убедительных причин для изменения распределения активов на том или ином этапе вашего жизненного пути. Каждое такое изменение нужно глубоко продумать и всесторонне взвесить; в любом случае их нельзя осуществлять, когда на вас давят внешние обстоятельства. Ниже перечислены три убедительные причины, наличие которых, как мне представляется, может заставить инвестора изменить распределение активов в своем инвестиционном портфеле. Вот эти причины:

1. Ваша финансовая цель находится в пределах досягаемости.
2. Вы понимаете, что не все имеющиеся в вашем распоряжении финансовые средства могут понадобиться вам при жизни.
3. Вы понимаете, что степень вашей устойчивости к риску не так велика, как вам казалось раньше.

Перечисленные выше причины являются тремя самыми типичными инициаторами внесения изменений в распределение активов, хотя существует, конечно же, и много других причин. Например, решение заняться новым бизнесом может подвигнуть человека стать более консервативным в своем распределении активов, поскольку теперь он принимает на себя деловой риск другими способами, не говоря уж о том, что, занявшись новым бизнесом, он нуждается в дополнительной ликвидности. Развод может заставить каждого из супругов изменить распределение активов в своем инвестиционном портфеле, поскольку каждая из сторон уже рассматривает свое финансовое будущее вне какой-либо связи с финансовым будущим своего бывшего партнера по браку. Возникновение серьезных проблем со здоровьем может изменить

долгосрочные планы человека, а это, в свою очередь, может повлиять на распределение активов в его портфеле. Наконец, смерть одного из супругов также может повлиять на распределение активов в инвестиционном портфеле, поскольку финансовые потребности одного человека меньше финансовых потребностей супружеской пары.

Какой бы ни была причина пересмотра портфеля, изменению вашего распределения активов нужно уделить не меньше внимания, чем выбору первоначального варианта. Любое изменение в распределении активов должно быть долгосрочным. К тому же проводить его нужно так, чтобы оно соответствовало долгосрочным финансовым потребностям и сберегательным целям данного инвестора.

## **ВАША ФИНАНСОВАЯ ЦЕЛЬ ОКАЗАЛАСЬ В ПРЕДЕЛАХ ДОСЯГАЕМОСТИ**

Рассмотрим случай, когда вы решили снизить риск в случае, если ваша финансовая цель оказалась в пределах досягаемости. На каком-то этапе своей профессиональной карьеры вы приходите к выводу, что накопили достаточную сумму, чтобы позволить себе более спокойный и надежный вариант распределения активов. Это будет самым подходящим моментом для того, чтобы «убрать ногу с педали газа и перестроиться в правый ряд», где вы сможете подготовиться к следующему этапу своего жизненного пути, если вы действительно решили вести более спокойную жизнь.

Допустим, вы желаете выйти на пенсию через три года, имея в своем распоряжении пенсионные накопления в размере 2 млн долл. Если вы уже накопили 1 800 тыс. долл., то доходность, необходимая для достижения вашей цели (2 млн долл.), не требует распределения активов с высокой степенью риска. Вы можете принять решение снизить долю акций в своем инвестиционном портфеле, поскольку вам уже не нужно крупно рисковать для удовлетворения своих будущих жизненных потребностей и выполнения поставленной цели.

*Рис. 14.1* иллюстрирует данную идею снижения риска. На этом рисунке представлено два варианта стоимости: 1) прогнозируемая стоимость счета для инвестора, который начинает в возрасте 30 лет с суммы в 30 тыс. долл. и надеется наращивать сбережения из расчета в

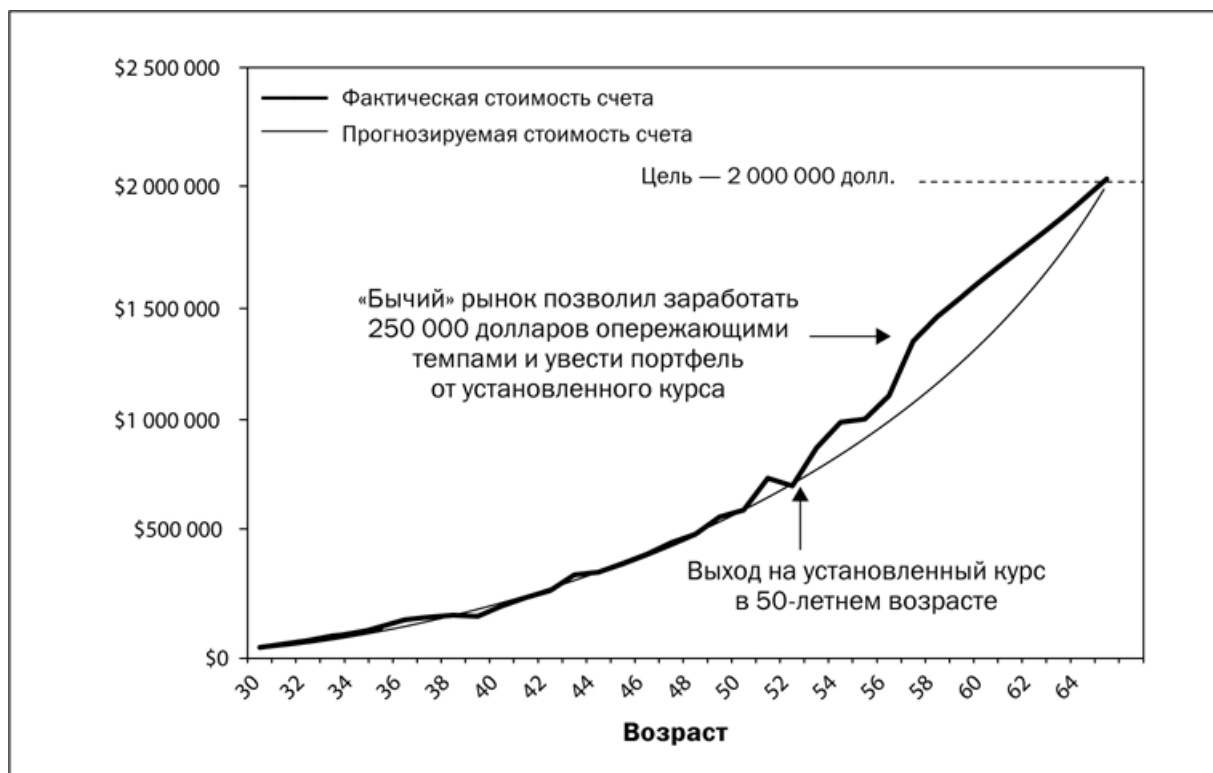


1000 долл. в месяц при 7%-ном годовом темпе роста; 2) фактическая стоимость счета данного инвестора, базирующаяся на фактической доходности финансового рынка.

Прогнозируемая стоимость счета на *рис. 14.1* совпадает с фактической стоимостью счета в возрасте 52 лет. Однако установление «бычьего» рынка в акциях в течение последующих 5 лет сделало фактическую стоимость счета на 250 тыс. долл. выше прогнозируемой стоимости счета к моменту, когда инвестору исполнилось 57 лет. Это предоставляет инвестору возможность значительно снизить риск в портфеле и при этом достичь поставленной цели (2 млн долл.) к моменту, когда ему исполнится 65 лет. Если этот инвестор держал в своем портфеле 60% акций вплоть до исполнения ему 57 лет, то после этого он мог бы сократить долю акций в своем портфеле до 30% и, тем не менее, достичь поставленной цели к моменту исполнения ему 65 лет.

#### РИСУНОК 14.1

Снижение риска в ситуации, когда инвестиционная цель становится более достижимой



Наступление «бычьего» рынка позволит этому портфелю существенно опередить свой график роста. В зависимости от того, на каком этапе жизненного пути инвестора устанавливается «бычий» рынок, его появление может дать инвестору возможность снизить риск и приблизиться к своей «пенсионной цели» в более спокойной обстановке. Это вовсе не означает, что каждому инвестору следует снижать риск, однако каждый инвестор, возраст которого приближается к пенсионному, должен по крайней мере выполнить соответствующий анализ и рассмотреть возможность снижения риска в своем портфеле.

## **ЧТО ПРЕДПРИНЯТЬ, ЕСЛИ «МЕДВЕЖИЙ» РЫНОК НАСТУПИЛ НЕПОСРЕДСТВЕННО ПЕРЕД ВАШИМ ВЫХОДОМ НА ПЕНСИЮ**

«Медвежий» рынок может опустить портфель ниже прогнозируемой стоимости счета непосредственно перед вашим выходом на пенсию. Как поступить в таком случае? «Медвежий» рынок еще не причина для снижения риска, даже если он наступает непосредственно перед вашим выходом на пенсию. Кроме того, это не самое подходящее время для повышения риска, поскольку в результате может быть превышена степень вашей устойчивости к риску. Ниже перечислено пять правил поведения инвесторов предпенсионного возраста при наступлении «медвежьего» рынка.

1. Не повышайте риск по портфелю. Было бы ошибкой повышать риск в предпенсионном возрасте с целью наверстать то, что вы потеряли. Попытки компенсировать убытки за счет наращивания риска не приведут ни к чему хорошему.
2. Не снижайте риск по портфелю. Не пытайтесь изменить распределение активов в своем портфеле и наблюдайте за тем, как развиваются события. Еще никогда не было такого «медвежьего» рынка, негативные последствия которого в конечном счете не были бы полностью устранены.
3. Старайтесь сберегать как можно больше в последние годы или месяцы перед выходом на пенсию.

4. Перед выходом на пенсию можно также поработать на один-два года дольше. Дополнительное пребывание в течение одного-двух лет на фазе накопления означает минус один-два года на фазе расходования (изъятия). Это может повысить «срок службы» ваших пенсионных сбережений более чем на десятилетие.
5. Если вы все же решили не тянуть с выходом на пенсию, то вам, возможно, придется сократить свои расходы до того момента, когда экономика начнет восстанавливаться и стоимость вашего счета повысится. Попробуйте расходовать только процентный и дивидендный доход, генерируемый вашим портфелем. Этот доход относительно стабилен, несмотря на временное снижение стоимости портфеля.

## **ВСЕ, ЧТО ВЫ ИНВЕСТИРУЕТЕ, ПРЕДНАЗНАЧЕНО УЖЕ НЕ ДЛЯ ВАС ОДНОГО**

Изменение в вашем распределении активов может быть обусловлено вашим выводом о том, что отныне ваши деньги уже принадлежат не только вам одному. В таком случае вы инвестируете часть своего портфеля для самого себя, а другую его часть — для тех, кому достанется какая-то доля вашего состояния. Соответственно, ваше распределение активов в целом должно отражать потребности всех заинтересованных сторон.

Допустим, ваши пенсионные сбережения составляют 2 млн долл. Для удовлетворения ваших личных потребностей достаточно 1 млн долл., причем эта сумма распределена следующим образом: 30% в акциях и 70% в облигациях. Оставшийся миллион достанется вашим наследникам. Поскольку ваши наследники — относительно молодые люди, они предпочли бы более агрессивный вариант распределения активов, например, 70% в акциях и 30% в облигациях. Объединив эти два варианта распределения, вы придете к тому, что подходящим вариантом распределения активов для вашего портфеля может быть такой: 50% в акциях и 50% в облигациях.

Когда вы инвестируете уже не для одного себя, играет ли какую-то роль ваш возраст, как в случае, когда вы инвестировали для самого себя? Возможно, вам следует принять во внимание возраст ваших

бенефициариев или комбинацию возрастов, включающую ваш собственный возраст и возраст тех, кто унаследует ваши деньги. Это противоречит привычным представлениям, согласно которым вам следует снижать риск на более поздних этапах своего жизненного пути. Однако имеет смысл повысить риск в случае, когда необходимо учесть потребности ваших бенефициариев (если, например, вы можете обойтись меньшими средствами, в то время как ваши наследники нуждаются в деньгах).

«Ваш возраст — в облигациях» является простым методом распределения активов, согласно которому доля облигаций в вашем инвестиционном портфеле должна соответствовать вашему возрасту. Когда бенефициариями ваших активов являются несколько человек, а не один лишь вы, следует исходить из комбинации возрастов ваших бенефициариев. Эта концепция подробно обсуждается в главе 12, а также в статье под названием «What's Your Asset Allocation Age?» («Каков ваш возраст распределения активов?»), написанной мною в соавторстве с Крейгом Израэльсеном, профессором университета Брайама Янга и опубликованной в журнале *Financial Planning Magazine* в ноябре 2009 г.

## **ВЫ ПОНИМАЕТЕ, ЧТО СТЕПЕНЬ ВАШЕЙ УСТОЙЧИВОСТИ К РИСКУ НЕ ТАК ВЕЛИКА, КАК ВАМ КАЗАЛОСЬ РАНЬШЕ**

Этот раздел мы начинаем с обсуждения проблем, которые могут возникнуть при использовании исторических данных рынка для нахождения приемлемого варианта распределения активов. Данные о доходности рынка обычно представляют с использованием годовых, квартальных и месячных показателей. Эти периоды хорошо подходят для проведения соответствующих измерений, но в них, как правило, не отражаются каждодневные события, особенно «ужасающие ситуации», которые случаются в течение двух-трех дней или даже в течение одного дня. Именно в эти короткие периоды (зачастую после бессонных ночей) инвесторы принимают непродуманные, эмоциональные решения. В исторических данных рынка эти моменты чаще всего не отражаются.

В показателях годовой доходности также не отражаются по-настоящему большие движения, происходящие на протяжении года.

Взглянем на события 1987 г., когда произошел крах фондового рынка. В течение одного дня фондовый рынок упал более чем на 20%. Это случилось 19 октября (впоследствии тот день получил название «черного понедельника»). Заметите ли вы подобный крах, если будете анализировать только совокупную доходность за год? Нет. Доходность индекса S&P 500 в 1987 г. составила 5,1% — вполне позитивный показатель. Если проанализировать только совокупную доходность за тот год, то ничто не могло бы указать на существование «черного понедельника».

Квартальная и месячная доходность тоже может вводить в заблуждение. С 1 января по 9 марта 2009 г. индекс S&P 500 снизился на 22%, однако к концу марта снижение сократилось менее чем на 11%, в результате чего квартальная доходность оказалась в 2 раза лучше той, что имел рынок в период с 1 января по 9 марта. К концу 2009 г. индекс S&P 500 повысился более чем на 26%. Месячные показатели доходности также могут маскировать высокую волатильность. Нередки случаи, когда в течение месяца фондовый рынок повышается и снижается на 10%.

Дневная и внутридневная доходность — вот чем мы живем и дышим, а «ужасающие ситуации», как правило, случаются на протяжении одного-двух или трех дней. Эти движения рынка акций мы можем проследить в дневной и внутридневной волатильности цен. На *рис. 14.2* показан уровень индекса CBOE Volatility Index (VIX) в период 2007–2009 гг. Данный рисунок отражает картину этого явления, вызывающего у инвесторов сильные эмоции.

Скачки волатильности цен порождают страх и неопределенность на финансовых рынках. Как правило, если уровень VIX превышает 30, это означает, что инвесторов охватывает страх. С конца 2008 г. по начало 2009 г. VIX неизменно превышал 50, а несколько раз даже достигал уровня 80.

В период каждого «медвежьего» рынка бывает несколько дней, когда мы все со страхом гадаем, до какой именно отметки упадет рынок. Включая в эти дни телевизор или радио, проверяя свою электронную почту, мы непременно наткнемся на неприятные новости о ценах акций. В эти дни можно не сомневаться в том, какими сообщениями будут открываться вечерние сводки радио- и

теленостей и о чем будут кричать заголовки статей на первых страницах газет. Конечно же, они будут наперебой рассказывать нам о том, сколько денег мы потеряли за день, а всевозможные финансовые прорицатели будут запугивать нас еще боими убытками.

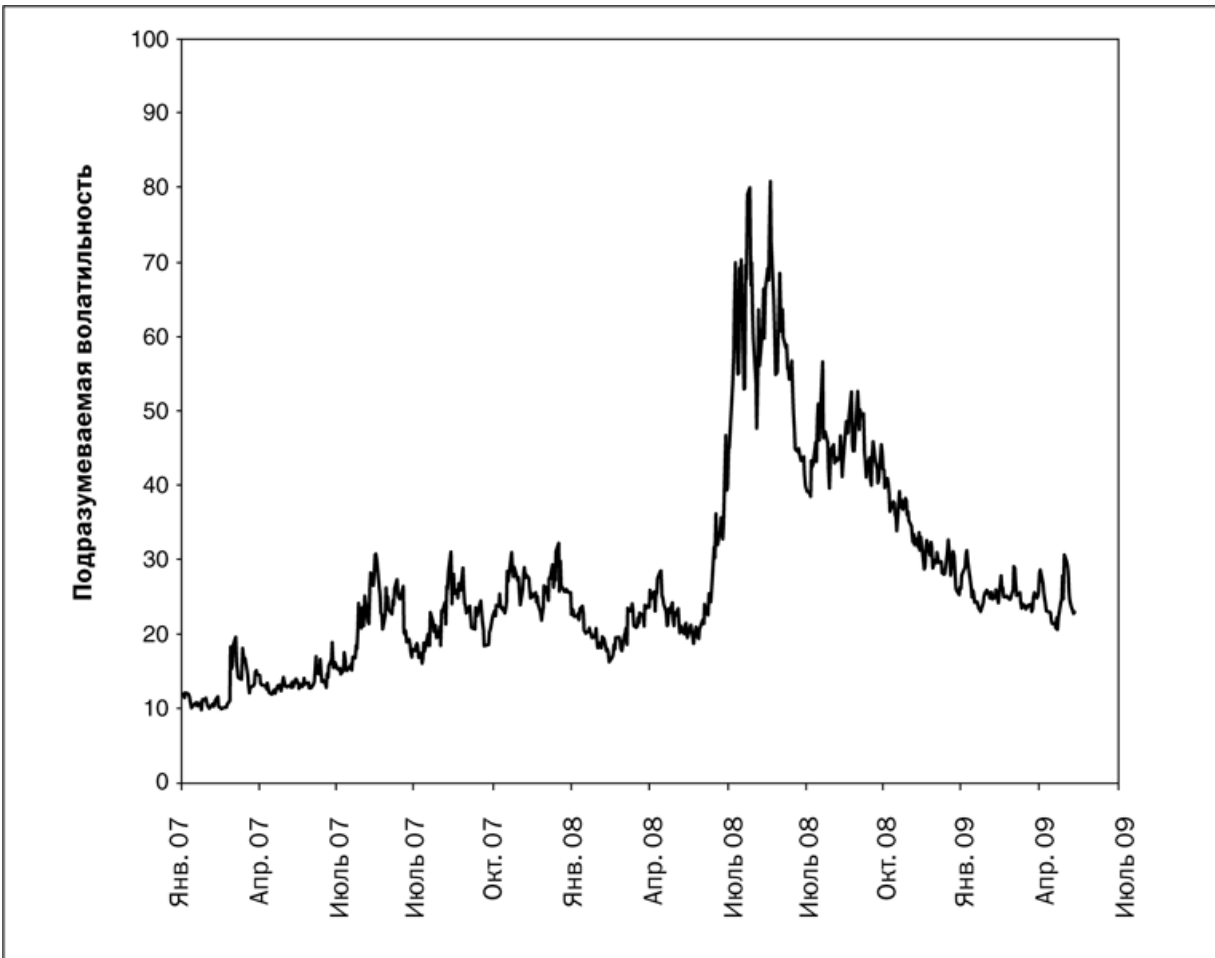
## **КАК ПОСТУПАТЬ, КОГДА ВЫ НЕ ЗНАЕТЕ, КАК ПОСТУПАТЬ**

Все эти обстоятельства могут вызвать у вас сильное беспокойство. Если вы не можете спать ночью, потому что постоянно думаете о своем портфеле, и находитесь на грани принятия эмоционального решения «продать все свои активы, чтобы не потерять еще больше, чем уже потеряно», значит, нужно принимать какие-то меры. Ниже приводятся примеры действий, которые следует предпринять в подобных случаях.

### **РИСУНОК 14.2**

---

Высокая волатильность рынка сигнализирует о возникновении «ужасающих ситуаций» в жизни инвесторов



1. Оцените величину дохода, получаемого вами от своих текущих инвестиций (который, как правило, не снижается, несмотря на снижение цены акций). На ваши акции и облигации по-прежнему выплачиваются дивиденды и проценты. Когда ваши годовые расходы покрываются денежными потоками от дивидендов, процентов и сторонних источников дохода, пережить «медвежий» рынок можно сравнительно безболезненно. Подобный анализ текущих доходов помог многим моим клиентам пережить «медвежий» рынок, наступивший в 2008 г.
2. Если анализ ваших текущих доходов не помогает облегчить стресс, вызванный тревожными новостями с фондовых рынков, и вас по-прежнему беспокоит будущее собственного портфеля, значит, доля акций в вашем портфеле чересчур велика: ее необходимо снизить и не повышать в будущем. Как это сделать?

Сократите долю акций в своем портфеле на 10%. Если, например, доля акций в вашем портфеле составляет 60%, сократите ее до 50%. Если же доля акций в вашем портфеле составляет 40%, сократите ее до 30%. 10%-ное сокращение доли акций обычно успокаивает инвестора настолько, что ему хватает терпения пережить «медвежий» рынок и дождаться начала восстановления рынка акций.

Сократив долю акций в своем портфеле на 10%, сохраняйте подобное распределение в неизменном виде в течение всего времени, пока рынок акций будет проходить свое «дно» и восстанавливаться. Не возвращайтесь к прежнему уровню риска по портфелю, поскольку тем самым вы поневоле настроите себя на еще одну эмоционально обусловленную продажу в ходе очередного «медвежьего» рынка. Это небольшое сокращение доли акций в вашем портфеле наверняка окажет лишь незначительное влияние на долгосрочную доходность вашего портфеля и вместе с тем сильное успокаивающее влияние на вашу психику в краткосрочной перспективе.

3. Если после 10%-ного сокращения доли акций в своем портфеле вы по-прежнему будете остро реагировать на тревожные новости с фондовых рынков, значит, риск по вашему портфелю все еще чересчур высок для вас. Сократите долю акций в своем портфеле еще на 10%. Это должно вернуть вам ясность мышления и позволить спокойно пережить «медвежий» рынок. После того как вы перейдете на этот уровень риска, оставайтесь на нем даже после восстановления рынка акций.

Ни в коем случае не бросайтесь продавать свои активы, поддавшись паническим настроениям на фондовом рынке. Такого рода «эмоциональное инвестирование» не принесет вам ничего, кроме убытков. Те, кто продает акции, поддавшись общей панике, почти всегда капитулируют в момент, когда рынок приближается к своему «дну». Очередные убытки эти люди несут, не покупая акции в период восстановления рынка акций. Затем они несут убытки вследствие того, что их собственные действия создают у них устойчивое предубеждение против Уолл-стрит, банков и экономической системы



США в целом. Одним словом, это далеко не лучший способ инвестирования.

## **ВЫВОДЫ**

Распределение активов определяет риск и доходность вашего портфеля. Решение изменить распределение активов в вашем инвестиционном портфеле должно быть взвешенным и хорошо продуманным. Любое изменение нужно вносить с той же осторожностью и осмотрительностью, с которыми вы формировали первоначальный вариант распределения активов в своем портфеле.

Изменения в распределении активов могут осуществляться в силу многих причин. Тремя типичными причинами изменить распределение активов являются: 1) изменение финансовых обстоятельств; 2) решение поделить состояние с другими людьми; 3) превышение степени устойчивости к риску. Первые две причины изменить распределение активов таковы, что позволяют вам принять соответствующее решение не торопясь, хорошо продумав его и взвесив все «за» и «против». Особенность третьей причины такова, что ваше решение может оказаться эмоционально обусловленным, если только вам не удастся заблаговременно выявить симптомы чересчур высокого риска и надлежащим образом разобраться со сложившейся ситуацией.

# Комиссионные расходы играют не последнюю роль

### КЛЮЧЕВЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

- Комиссионные расходы оказывают непосредственное влияние на доходность инвестиций и должны быть минимизированы.
- Налоги можно контролировать путем надлежащего управления.
- Ключом к успешному инвестированию является дисциплина.
- Немалую помощь могут оказать вам профессиональные советники по инвестициям.

Успешное распределение активов целиком и полностью определяется планированием, практической реализацией и дисциплиной инвестирования. Под этим подразумевается, в частности, надлежащий выбор инструментов, основанный на ваших индивидуальных потребностях, и регулярное «сопровождение» выбранного вами комплекса инвестиций. Эффективное управление затратами, включая управление налогами, также играет важную роль в успешном инвестировании. Все эти элементы в сумме обеспечивают серьезный, по-настоящему деловой подход к управлению вашими финансами.

Цель этой главы двойная: во-первых, обсудить способы контроля затрат, включая управление налогами, и, во-вторых, познакомить читателей с методами получения профессиональной помощи в случаях, когда возникает в этом необходимость. Чем больше вы платите в виде денежного вознаграждения и комиссионных, тем меньшим оказывается ваш доход. Управление затратами является важной составляющей любой стратегии инвестирования, и это включает использование эффективной стратегии управления налогами. Некоторые инвесторы предпочитают пользоваться услугами профессиональных управляющих активами, которые помогают своим клиентам выполнить распределение активов и осуществлять

сопровождение их инвестиционного портфеля. В заключительной части главы обсуждаются преимущества и недостатки пользования услугами советников по инвестициям.

## **РАСХОДЫ ПРИ ИНВЕСТИРОВАНИИ**

«Копейка рубль бережет» — эта старая поговорка применима и к инвестированию. Каждый цент, потраченный на необязательные платежи взаимным фондам, депозитарную комиссию, комиссионные сборы, гонорары советникам по инвестициям и прочие расходы, — это цент, вычтенный из ваших пенсионных доходов. Один из простых способов повысить отдачу от ваших инвестиций заключается в том, чтобы снизить ваши инвестиционные затраты. Инвестору следует тщательно проанализировать свой портфель и исключить из него дорогостоящие инвестиционные продукты, снижающие долгосрочную доходность этого портфеля.

Как затраты на инвестирование влияют на доходность ваших инвестиций? Высокие комиссионные расходы могут ежегодно снижать ваши доходы на тысячи долларов. Рассмотрим пример.

Допустим, что некий молодой человек в возрасте 24 лет начинает откладывать 10% со своей заработной платы, составляющей 36 тыс. долл. В течение 40-летней карьеры этого человека его заработная плата ежегодно повышается на 3%, причем 10% от этой прибавки он также откладывает «на старость». В возрасте 65 лет он выходит на пенсию и начинает каждый год изымать на текущие расходы 4% своих пенсионных сбережений. Допустим, что этот человек может инвестировать либо в паи какого-либо семейства низкозатратных взаимных фондов, либо семейства высокозатратных фондов. Расходы в низкозатратных фондах составляют 0,5% в год, а в высокозатратных — 1,5% в год.

Допустим, что доходность рынков составляет 7,5% в год. В *табл. 15.1* показана разница между портфелем взаимных фондов с низкими комиссионными (доходность такого портфеля составляет 7% после уплаты сборов) и портфелем взаимных фондов с высокими комиссионными (доходность такого портфеля составляет лишь 6% после уплаты сборов).

**ТАБЛИЦА 15.1**

Разница комиссионных расходов в 1% означает огромную разницу в величине вашего дохода

	Доход- ность в 6%	Доход- ность в 7%	Разница	Увели- чение доход- ности, %
Величина пенсионного счета, долл.	1 471 394	1 943 699	472 305	32
Ежегодная величина извлекаемых средств при темпах изъятия 4% в год, долл.	58 856	77 748	18 892	32
Ежемесячная сумма изъятия средств, долл.	4905	6479	1574	32

В данном примере низкокзатратные фонды за 40 лет аккумулировали инвестору на 32% больше средств. Доход инвестора в денежной форме превысил 472 тыс. долл. Для пенсионера это поистине огромные деньги. Так, дополнительные средства увеличили ежегодный пенсионный доход данного инвестора почти на 19 тыс. долл. (с учетом 4%-ных темпов изъятия им денег на текущие расходы).

### **СРАВНЕНИЕ КОМИССИОННЫХ В РАЗНЫХ ФОНДАХ**

В 2009 г. база данных Morningstar Principia содержала свыше 20 000 взаимных фондов, минимальная начальная сумма инвестиций в которые составляла менее 10 тыс. долл. Этот перечень включал биржевые фонды (ETF) и все виды открытых фондов, но не включал фонды денежного рынка. Примерно 70% этих фондов представляли собой инвестиции, базирующиеся на акциях, а остальные были облигационными; сбалансированными; валютными и товарными фондами. Средняя годовая доля затрат для всех фондов составляла 1,4%. Несколько менее половины указанных фондов представляли собой чисто бескомиссионные взаимные фонды (это означает, что в таких фондах не была предусмотрена плата, взимаемая в начале и по завершении продаж и паев фонда, или годовой комиссионный сбор, взимаемый с инвестора за покупку или продажу паев фонда). Лишь около 4500 фондов представляли собой взаимные фонды без нагрузки и в то же время не предусматривали взимания сбора по правилу 12b-1.

Это комиссия, которая уплачивается брокерской фирме или советнику по инвестициям; она часто замещает сборы по брокерским счетам без нагрузки (например, Schwab's Mutual Fund Marketplace).

Комиссионные сборы оказывают непосредственное и отрицательное влияние на доходность инвестиций в фонды. Неважно, как вы уплачиваете фонду денежное вознаграждение; в целом это не сулит инвестору ничего хорошего. Чем больше вы платите, тем меньшим оказывается ваш доход. Не платите большие деньги в надежде на высокую доходность — ваши затраты не окупятся!

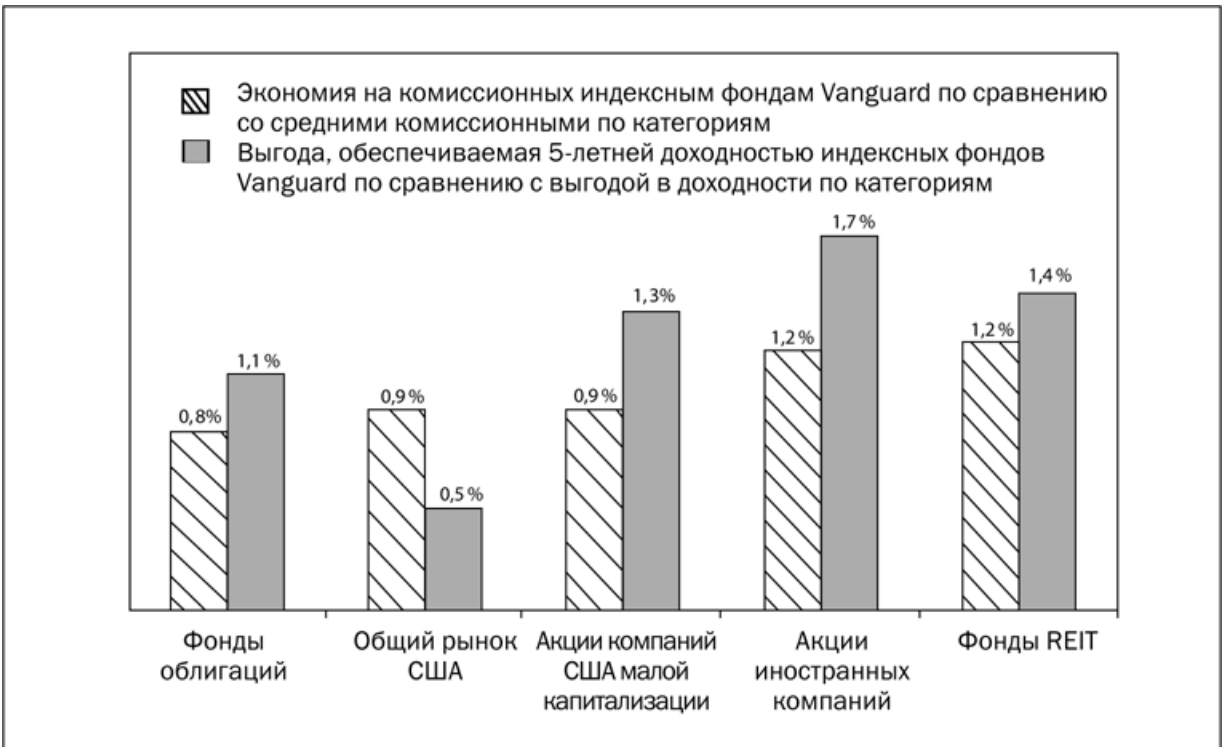
На *рис. 15.1* графически сравнивается экономия на комиссионных сборах и 5-летняя доходность в годовом исчислении нескольких индексных фондов Vanguard со средними значениями сборов их репрезентативных категорий из базы данных Morningstar Principia. Средний размер сборов для индексных фондов Vanguard составлял 0,2%, а для других категорий — 1,0–1,4%. В каждой категории индексные фонды без нагрузки позволяли сэкономить значительные суммы на комиссиях в сравнении со средним показателем для категории, а это обуславливало более высокую доходность для индексных фондов в каждой категории.

Индексные фонды не предусматривают удержание комиссионных с продажи паев. Однако многие фонды в перечисленных категориях взимают этот сбор. На *рис. 15.1* комиссионные не вычтены из среднего показателя за пять лет. Доходность индексных фондов прояснилась бы еще больше, если бы эти комиссионные были включены в анализ.

#### **РИСУНОК 15.1**

---

Экономия на комиссионных сборах индексных фондов и выигрыш в доходности



Источник: Morningstar Principia, январь 2010 г.

Даже случайному наблюдателю ясно, что низкозатратные индексные фонды акций и облигаций обладают значительным преимуществом перед другими фондами, которые взимают с инвесторов среднее денежное вознаграждение. Практически каждое исследование эффективности взаимных фондов, выполненное неангажированными учеными, приводит нас к одному и тому же заключению: величина сборов, взимаемых взаимными фондами, не просто важна, а очень важна. Не платите большую комиссию при инвестировании.

Около 6% всех взаимных фондов сообщают, что их сборы не превышают 0,5% в год. Свой выбор вам следует остановить именно на этих фондах. Существуют несколько семейств низкозатратных взаимных фондов без нагрузки, которыми могут воспользоваться инвесторы, способные инвестировать не более 10 тыс. долл. Одной из управляющих компаний таких фондов является Vanguard Group со штаб-квартирой в Вэлли-Фордж (Пенсильвания). Vanguard имеет свыше 90 низкозатратных фондов с низким первоначальным взносом (эти фонды перечислены в базе данных Morningstar). Средняя

величина расходов в случае фондов и ETF Vanguard не превышает 0,3%, что позволяет инвесторам сэкономить на комиссиях внушительные суммы.

Многие инвесторы даже не подозревают о сборах, которые они уплачивают индексным фондам, но это вина не только самого инвестора. Управляющие компании умело скрывают сборы взаимных фондов. Например, они регулярно платят за исследования, компьютеры и программное обеспечение с помощью «мягких долларов»<sup>[42]</sup> и «скидок», которые представляют собой закулисные сделки с брокерскими фирмами. Обычно инвесторов не ставят в известность об этих дополнительных затратах, но они проявляются в пониженной доходности фондов.

## **РАЗМЕЩЕНИЕ АКТИВОВ ПОЗВОЛЯЕТ СОКРАТИТЬ НАЛОГИ**

*Распределение* активов — это доли средств в вашем портфеле, которые вы инвестируете в разные категории активов. *Размещение* активов — это тип счета, на который помещается каждый актив. Одни типы счетов являются налогооблагаемыми, другие являются счетами с отложенными налоговыми платежами, и по меньшей мере один является неналогооблагаемым. Разные категории инструментов облагаются налогами по разным ставкам. Следовательно, при надлежащем размещении выбранных вами инструментов на разных типах счетов вы можете в целом снизить налоговое бремя на портфель.

Так, в США рост возможностей, связанных с отсрочкой выплаты налогов и неналогооблагаемыми сбережениями, добавил новое измерение к традиционному уравнению распределения активов. Счета с отложенными налоговыми платежами включают следующие счета (но не ограничиваются ими): индивидуальные пенсионные счета (IRA), планы 401(k), планы Keogh<sup>[43]</sup> и планы 403(b). Доходы по счетам с отложенными налоговыми платежами облагаются налогом только в случае изъятия средств с этих счетов.

Индивидуальные пенсионные счета Roth IRA обеспечивают неналогооблагаемый прирост капитала и неналогооблагаемое изъятие денег с таких счетов. Кроме того, эти счета можно передавать наследникам (причем это не влечет за собой необходимости уплаты

подходного налога). Счета Roth IRA всегда пополняются посленалоговыми выплатами.

Некоторые инструменты менее эффективны с налоговой точки зрения, чем другие. Процентные выплаты по корпоративным облигациям облагаются налогом по более высокой ставке, чем дивиденды на акции. Краткосрочные доходы от прироста капитала облагаются налогом по более высокой ставке, чем долгосрочные доходы от прироста капитала. Поскольку разные инструменты и разные типы счетов облагаются налогом по разным ставкам, у инвесторов появляется возможность снизить свое ежегодное налоговое бремя, разместив соответствующие инструменты на подходящих счетах. Инструменты, которые способствуют высокому уровню неналогооблагаемого дохода, следует размещать на счетах с отсрочкой выплаты налогов и на неналогооблагаемых счетах, а инструменты, обеспечивающие дивиденды и долгосрочные доходы от прироста капитала, облагаемые налогом по низким ставкам, следует размещать на налогооблагаемых счетах.

Примеры инструментов, которые следует размещать на счетах с отсрочкой выплаты налогов или на неналогооблагаемых счетах:

- корпоративные облигации и фонды облигации;
- депозитные сертификаты, облигации правительственных агентств и закладные;
- взаимные фонды с высокой оборачиваемостью ценных бумаг;
- инвестиционные трасты недвижимости (REIT) и взаимные фонды REIT;
- товарные фонды.

Примеры инструментов, которые следует размещать на налогооблагаемых счетах:

- взаимные фонды акций с низкой оборачиваемостью, в том числе индексные фонды акций;
- биржевые фонды акций широкого рынка;
- муниципальные облигации и фонды муниципальных облигаций.

Экономия на налогах — хорошая идея, однако не такое уж это простое дело, как могло бы показаться на первый взгляд. Стратегии



«размещения налогов» имеют побочные эффекты, которые могут затруднять реализацию инвестиционной стратегии. Ниже перечислены нюансы, на которые следует обратить внимание.

- Стратегии «размещения налогов» затрудняют проведение ребалансировки. Владение разнообразными инструментами, «распыленными» по нескольким счетам, создает проблемы с проведением ребалансировки.
- Ваша личная налоговая ставка не является неизменной. Стратегия «размещения налогов», которая представляется идеальной сегодня, через 5 лет может оказаться далекой от идеала.
- Никто не гарантирует, что нынешняя система налоговых ставок сохранится и в будущем. Любые перемены в системе налоговых ставок могут повлиять на вашу стратегию.

Еще одна проблема с размещением активов, о которой следовало бы упомянуть, заключается в наличии человеческого фактора. Инвесторы иногда сравнивают эффективность принадлежащих им счетов, вместо того чтобы посмотреть на картину в целом — сверху вниз. Сосредоточиваясь на доходности каждого своего счета по отдельности, инвестор может превратить любую стратегию размещения активов в бомбу замедленного действия. Когда один счет обеспечивает более низкую доходность по сравнению с другим счетом, инвестор может принять решение закрыть позиции на неэффективном счете, не принимая во внимание распределение активов в целом. Инвесторы, которые практикуют размещение активов, не должны забывать, что важен не столько каждый индивидуальный счет, сколько общая картина распределения активов.

## **НАЛОГОВЫЕ СВОПЫ ДЛЯ ПОВЫШЕНИЯ ПОСЛЕНАЛОГОВОЙ ДОХОДНОСТИ**

Цены акций и облигаций меняются ежедневно. Время от времени будут иметь место убытки в одном из взаимных фондов на каком-либо налогооблагаемом счете. Когда возникают убытки, повысить посленалоговую доходность можно с помощью свопинга взаимных фондов. Налоговый свопинг предполагает продажу какого-либо

инструмента и появление налогового убытка при одновременной покупке какого-либо другого инструмента, очень похожего на тот, что был продан, но не идентичного ему. Данное решение сохраняет ваше совокупное целевое распределение активов и в то же время исключает убыток. Этот налоговый убыток можно затем использовать для уменьшения налоговой базы по другим частям портфеля, от выплат взаимных фондов или для уменьшения налоговой базы по доходу по обычной ставке на сумму до 3 тыс. долл. в год. Использование налоговых убытков (при их наличии) помогает «превратить лимоны в ягоды».

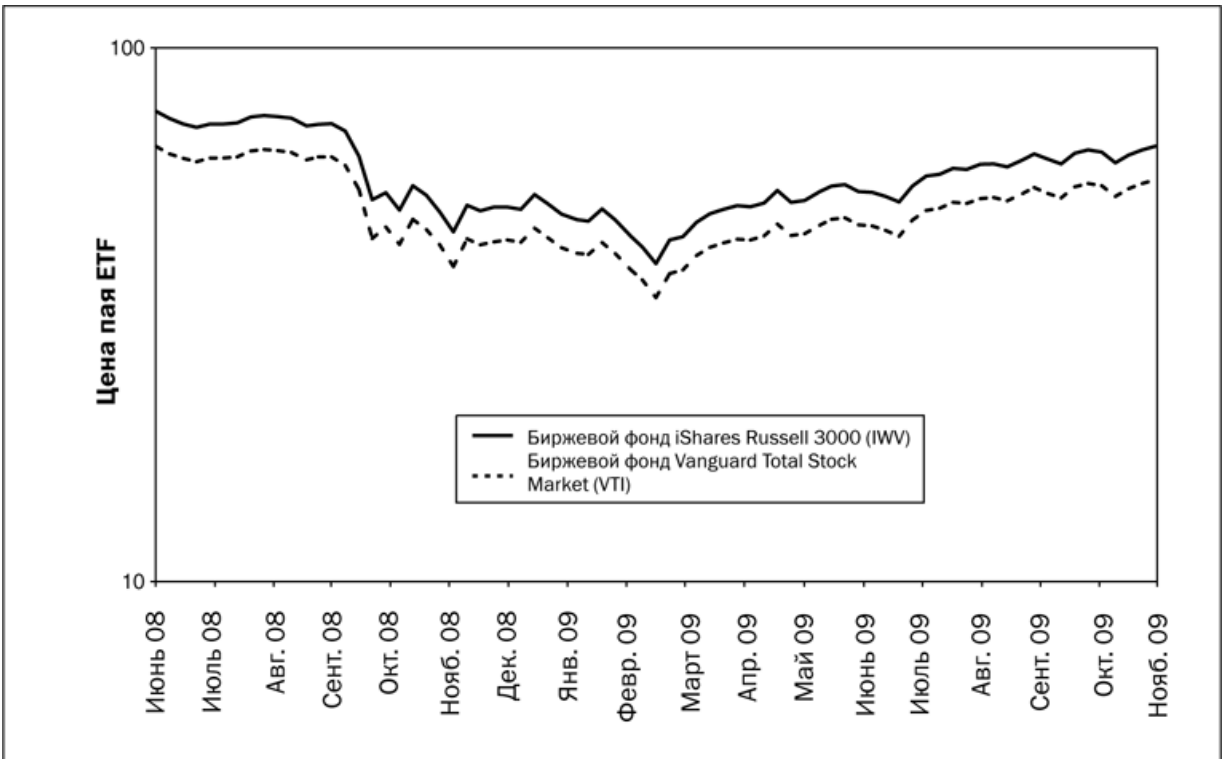
Рассмотрим пример. Допустим, что вы инвестировали в фонд Vanguard Total U.S. Stock Market ETF (VTI), который принес вам убыток. Продайте VTI и купите iShares Russell 3000 ETF (IWM). На рис. 15.2 представлено изменение цены паев обоих фондов.

Эти два фонда имеют схожую доходность, но не идентичны, поскольку курируются разными управляющими компаниями взаимных фондов и отслеживают разные фондовые индексы: VTI отслеживает индекс MSCI U.S. Broad Market Index, а IWM — индекс Russell 3000 Index. Переход (своп) от VTI к IWM позволяет вам зафиксировать убыток, сохранив при этом 100%-ную позицию на фондовом рынке.

#### **РИСУНОК 15.2**

---

Еженедельные цены закрытия VTI к IWM



## УСТАНОВЛИВАЙТЕ «НАЛОГОВЫЕ ЛОТЫ» ПУТЕМ УСРЕДНЕНИЯ СТОИМОСТИ

Со временем большинство людей при появлении у них избыточного капитала покупают взаимные фонды. Я рекомендую экономить ваши налогооблагаемые доллары и совершать регулярно планируемые ежеквартальные инвестиции. Эта стратегия известна под названием «усреднение стоимости». Одной из причин целесообразности усреднения стоимости является то, что эта стратегия формирует разные «налоговые лоты» по вашим акциям. Каждый квартал вы покупаете акции по разной цене, открывая таким образом разные налоговые позиции. Например, вместо того чтобы инвестировать 1000 долл. в одном месяце, 500 — в следующем и 1500 — через 2 месяца, инвестируйте 3000 долл. раз в квартал на регулярной основе. Это существенно облегчает налоговый свопинг.

Чтобы увидеть, как работает налоговый свопинг, рассмотрим следующий пример. Допустим, вы покупаете VTI на сумму в 3000 долл. каждый квартал (точнее, в первый день квартала). Вы покупаете два лота в январе и апреле по 50 долл. за акцию, а третий лот

покупаете в июле по 60 долл. за акцию. В июле покупки будут выглядеть так, как показано в *табл. 15.2*.

**ТАБЛИЦА 15.2**

Покупки за январь–июль				
Дата покупки	Цена VTI, долл.	Количество акций, шт.	Затраты, долл.	Стоимость по состоянию на 1 июля, долл.
1 января	50	60	3000	3600
1 апреля	50	60	3000	3600
1 июля	60	50	3000	3000
Количество акций на счете и их стоимость на 1 июля		170	9000	10 200

Допустим, что в течение третьего квартала происходит 10%-ная коррекция рынка акций. По состоянию на 1 августа акции VTI торгуются по 54 долл. за акцию, тогда как в июле они торговались по 60 долл. Стоимость вашего счета, а также налоговых лотов по состоянию на 1 августа представлена в *табл. 15.3*.

Доход по счету составляет 180 долл., но 50 акций VTI, купленные 1 июля, принесли убыток в размере 300 долл. Если вы отслеживаете конкретные налоговые лоты, то можете принять эти убытки в размере 300 долл., указав в так называемом приложении D, что проданные 50 акций были куплены 1 июля. Этот убыток обеспечил бы вам экономию на налогах. Если вы не обозначите этот налоговый лот как купленный 1 июля, то налоговые органы будут исходить из того, что продаваемые акции были куплены вами первоначально, то есть 1 января; следовательно, вам пришлось бы заплатить налог на краткосрочный доход от прироста капитала в размере 240 долл.

**ТАБЛИЦА 15.3**

Стоимость по состоянию на 1 августа				
Дата покупки	Затраты, долл.	Количество акций, шт.	Стоимость по состоянию на 1 августа, долл.	Доход (убыток), долл.
1 января	3000	60	3240	+240
1 апреля	3000	60	3240	+240

1 июля	3000	50	2700	(300)
Количество акций на счете и их стоимость на 1 августа		170	9026	+180

Если в приложении D проданный налоговый лот будет обозначен как купленный 1 июля, то вы будете иметь убытки по портфелю 300 долл., а не краткосрочный доход в размере 240 долл. Убыток может быть вычтен из величины дохода по стандартной ставке, если он не превышает 3000 долл. Это означает, что такой убыток сократил бы ваши налоговые обязательства за соответствующий год на сумму около 105 долл. (при условии, что вы попадаете в 35%-ный «налоговый коридор»). Суммарная разница в налогах между продажей краткосрочных акций с доходом в 240 долл. и продажей краткосрочных акций с убытком в 300 долл. составляет 189 долл. (84 + 105).

В тот же день, когда вы продаете акции VTI, вы покупаете акции IWV на сумму в 2700 долл., чтобы сохранить распределение активов в неизменном виде. Конечный результат этой операции заключается в том, чтобы покрыть налоговый убыток в размере 300 долл., на который вы можете уменьшить налогооблагаемую базу, при этом оставаясь на 100% в паях какого-либо индексного фонда широкого рынка.

Существует несколько нюансов, связанных с налоговым свопингом, которые необходимо принять во внимание, прежде чем пытаться применить описанную выше стратегию. Во-первых, в зависимости от того, где вы проводите торговые операции, необходимость выплаты комиссионных и других денежных вознаграждений может снизить эффективность налогового свопа. Во-вторых, поскольку IRS не учитывает налоговый свопинг во взаимных фондах и ETF, отсутствует четкое определение такого понятия, как «идентичные инструменты». Таким образом, прежде чем использовать налоговые свопы в своем портфеле, вам стоит проконсультироваться с советником по налогам (его интерпретация налогового кодекса может отличаться от позиции автора этой книги).

## **ИНДЕКСНЫЕ ФОНДЫ — НИЗКАЯ КОМИССИЯ И НАЛОГИ**

В своей книге я часто упоминаю взаимные индексные и биржевые фонды (ETF). Индексный фонд — это взаимный фонд или ETF,

который пытается воспроизвести доходность определенного рыночного индекса. Индексные фонды характеризуются низким уровнем расходов по сравнению с активно управляемыми фондами и более низкой оборачиваемостью ценных бумаг в портфеле, что также способствует поддержанию затрат на низком уровне.

У индексных фондов и ETF есть немало последователей среди институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды и страховые компании. Как ни странно, одним из самых ярых защитников индексных фондов для индивидуальных инвесторов выступает Уоррен Баффет — миллиардер и председатель совета директоров Berkshire Hathaway, самостоятельно сделавший себе состояние. Несмотря на то что Баффет сколотил свой капитал исключительно за счет собственного умения правильно выбирать акции для инвестирования, в годовом отчете Berkshire Hathaway за 2004 г. он четко и недвусмысленно разъясняет, почему индивидуальным инвесторам следует инвестировать в индексные фонды:

«На протяжении последних 35 лет американский бизнес демонстрировал впечатляющие результаты. Следовательно, американским инвесторам было не так уж трудно получать внушительные доходы: все, что от них требовалось, — это двигаться в одном русле с корпоративной Америкой, следуя принципам диверсификации и снижения расходов. С этой задачей успешно справляется любой индексный фонд. Между тем, инвесторы не слишком охотно пользовались услугами таких фондов. В результате доходы, получаемые многими инвесторами, оказывались в лучшем случае посредственными, а в худшем — катастрофическими».

Можно указать на три причины столь неутешительных результатов. Во-первых, высокие затраты, обычно вызванные тем, что объемы торговых операций, совершаемых инвесторами, оказываются чрезмерными, или тем, что инвесторы слишком много тратят на управление активами. Во-вторых, торговые операции основываются на слухах и догадках, а не на хорошо продуманной и количественно обоснованной оценке бизнеса. В-третьих, использование подхода «старт-стоп» к рынку, для которого характерен неправильный выбор моментов для входа (после долгого пребывания рынка на подъеме) и выхода (после периодов стагнации или снижения). Инвесторам

следует помнить, что злейшими их врагами являются эмоциональные решения и высокие расходы. А если они не в состоянии отказаться от попыток поиска подходящих «временных окон» для покупки акций, то должны проявлять предельную осторожность, когда другие демонстрируют неумеренную жадность, и проявлять жадность, когда другие демонстрируют предельную осторожность.

Индексные фонды и ETF представлены в разных классах и категориях активов. Существует множество фондов акций компаний США, фондов акций иностранных компаний, фондов облигаций и даже товарных фондов и фондов золота. Если вы рассматриваете возможность инвестирования в какой-либо определенный класс активов, то не исключено, что найдется подходящий для этого случая индексный фонд или ETF (или же такой фонд появится в ближайшем будущем).

База данных Morningstar Principia содержит свыше 1150 индексных фондов и ETF, базирующихся на индексах, которые торгуются в США, причем с каждым годом количество фондов только растет. Эти фонды охватывают широкий спектр рынков и выпускаются несколькими конкурирующими компаниями. Самым широко используемым индексом является Standard & Poor's 500. В базе данных Morningstar Principia содержится 25 фондов, которые пытаются воспроизводить показатели индекса S&P 500.

Можно указать три причины, почему взаимные индексные фонды и ETF являются идеальным вариантом для тех, кто реализует ту или иную стратегию распределения активов в своем портфеле.

#### **1. Низкая погрешность отслеживания индексов.**

Данные, используемые почти во всех случаях анализа распределения активов, являются прямой производной доходности рынка. Таким образом, индексные фонды и ETF, отслеживающие рынок, являются вполне логичным выбором для тех, кто хочет извлечь максимальную выгоду из анализа распределения активов. Любое отклонение от индексных фондов добавляет элемент риска, который не был учтен в анализе распределения активов.

## **2. Низкая доля затрат — процентная доля активов фонда, используемая для покрытия его расходов.**

Вообще говоря, индексные фонды и ETF акций и облигаций имеют самый низкий уровень комиссионных в сфере инвестиций. Самые низкозатратные индексные фонды и ETF взимают с инвесторов около 0,1% в год, что намного ниже среднеотраслевого показателя (1,4%). Важно лишь помнить, что не все индексные фонды имеют низкий уровень комиссионных. Некоторые инвестиционные компании взимают с инвесторов свыше 1%, причем инвестируют они в те же самые индексы, что и самые низкозатратные индексные фонды. Одним словом, покупатель всегда должен быть начеку.

## **3. Низкий уровень налоговых обязательств.**

Индексным фондам присуща очень низкая оборачиваемость ценных бумаг в сравнении с активно управляемыми фондами, что приводит к низкому уровню прироста капитала для акционеров, облагаемых налогом. Это означает низкую величину налоговых обязательств. Кроме того, ETF пользуются специальной налоговой льготой в том отношении, что управляющий фондом может ликвидировать позицию по низкозатратным акциям, продав ее какой-либо третьей стороне.

Рынок индексных фондов и ETF развивается стремительно. Буквально каждую неделю появляются все новые фонды по мере выхода управляющих компаний фондов на новые и перспективные рынки. С последними новостями по индексным фондам можно знакомиться на сайте: [www.Morningstar.com](http://www.Morningstar.com). Хорошим источником свежей информации по новым ETF являются такие сайты, как: [www.IndexUniverse.com](http://www.IndexUniverse.com) и [www.ETFguide.com](http://www.ETFguide.com).

## **В КАКИХ СЛУЧАЯХ СТОИТ ВОСПОЛЬЗОВАТЬСЯ УСЛУГАМИ НЕДОРОГОГО СОВЕТНИКА ПО ИНВЕСТИЦИЯМ**

Процесс распределения активов может оказаться для некоторых инвесторов затруднительным, а для других — довольно-таки неприятным занятием. Разработка, практическая реализация, мониторинг, проведение ребалансировки, управление налогами и



периодическая переоценка стратегии могут отнимать немало сил. Далеко не каждый из нас готов посвящать этому значительную часть своего свободного времени.

Если инвестор не готов управлять собственным портфелем или по каким-либо причинам не в состоянии управлять своим счетом (например, по состоянию своего здоровья или в силу каких-то юридических причин), вероятным вариантом решения этой проблемы является возможность воспользоваться услугами профессионального управляющего активами. Компетентный управляющий может помочь сформировать подходящий вариант распределения активов, воплотить на практике ваш инвестиционный план, заниматься мониторингом результатов и при необходимости проводить ребалансировку портфеля (и модифицировать распределение активов, продиктованное изменившимися обстоятельствами вашей жизни).

Возможность воспользоваться услугами недорогого управляющего активами — если вам кажется, что так будет лучше для вас, — обеспечивает вам несколько преимуществ. Ниже перечислены лишь некоторые из этих преимуществ.

### **1. Планирование и практическая реализация.**

Управляющие могут помочь своим клиентам понять их потребности в денежных потоках, а затем разработать, реализовать на практике и сопровождать конкретный вариант распределения активов, удовлетворяющий этим потребностям. В случае изменения жизненных обстоятельств клиента управляющий предложит соответствующие изменения в распределении активов.

### **2. Неуклонное следование выбранной стратегии.**

Дисциплина является одной из важнейших составляющих успешных инвестиций. Инвесторы должны неукоснительно следовать своему плану и проводить ребалансировку своего портфеля на регулярной основе. Задача управляющего заключается в том, чтобы обеспечить неукоснительное соблюдение инвестором его инвестиционного плана.

### **3. Удержание инвестора от необдуманных, эмоциональных поступков.**

При возникновении на рынке неопределенной ситуации у некоторых инвесторов возникает потребность поделиться с кем-то своими тревогами и сомнениями. Звонок советнику или специалисту по финансовому планированию обычно успокаивает нервную систему инвестора и удерживает его от принятия решений, продиктованных эмоциями, а не рациональными соображениями.

#### **4. Управляющий активами будет заниматься вашим портфелем все 365 дней в году.**

Бывают времена, когда инвесторам приходится заниматься другими делами. Нередки случаи, когда инвестор вообще забывает о своем портфеле на какое-то время. Управляющий будет ежедневно решать ваши инвестиционные проблемы — в конце концов, это его работа и профессиональный долг.

Самая большая трудность, с которой сталкивается инвестор, решивший воспользоваться услугами управляющего, заключается в том, чтобы найти квалифицированного специалиста. Советники по инвестициям различаются между собой не только компетенцией, но и своей инвестиционной философией. Вы наверняка будете удовлетворены работой своего советника, если его инвестиционная философия не будет противоречить вашим собственным представлениям об инвестировании и денежное вознаграждение, которое он потребует для себя, не окажется для вас чрезмерным. Все остальное касается скорее формы, чем содержания.

Остерегайтесь советников, которые руководствуются неясными мотивами. Многие из тех, кто работает в этой сфере, с готовностью станут заявлять о том, что их интересы совпадают с вашими, однако в действительности будут заниматься продажей инвестиционных продуктов, выступая в качестве торговых представителей компаний, разрабатывающих эти продукты. В действительности любой человек, получающий комиссионные с продажи, не может быть советником, поскольку он занимается *продажами*. Если вы станете клиентом такого псевдосоветника, то не надейтесь, что начнете получать от него объективные и непредвзятые советы в области инвестиций.

Обязательно получите дополнительную информацию о том, кого вы намерены использовать в качестве консультанта по инвестициям, на сайте Комиссии по ценным бумагам и биржам ([www.SEC.gov](http://www.SEC.gov)). Если у вас возникли сомнения по поводу уровня компетентности конкретного советника по инвестициям, немедленно отказывайтесь от его услуг и приступайте к поиску следующей кандидатуры.

Выясните, *как именно* и в каком размере оплачиваются услуги выбранного вами специалиста. Услуги советников по инвестициям требуют справедливой оплаты; при этом не должно возникать конфликта интересов между советниками и инвесторами по инструментам, используемым в портфелях клиентов. Всю информацию о комиссионных советники должны представить в письменном виде. Не пользуйтесь услугами специалиста, который не распишет ваши затраты с разбивкой по статьям. Оказываются ли вам инвестиционные услуги и в каком объеме? Получаете ли вы советы по финансовому планированию и в каком объеме? Оказывается ли вам помощь в составлении налоговой декларации и в каком объеме?

Советники обычно взимают плату в процентах от стоимости счета. Диапазон этой платы простирается от умеренной до высокой. Убедитесь, что вы не платите за управление своим портфелем чересчур много. Выплачивая высокое денежное вознаграждение за услуги по управлению инвестициями, вы ничего не выигрываете, если такие же услуги можно получить в каком-то другом месте за значительно меньшее денежное вознаграждение. Моя компания, Portfolio Solutions, LLC, взимает 0,25% от стоимости активов, что сравнимо с минимальной квартальной платой за жилье. Это вполне справедливая плата за услуги по управлению инвестициями.

## **ВЫВОДЫ**

Эффективное управление налогами и низкие размеры денежного вознаграждения за оказание инвестиционных услуг играют важную роль в успешности любого инвестиционного плана. Чем больше выплачиваемые вами денежное вознаграждение и налоги, тем ниже эффективность ваших долгосрочных инвестиций. Конкретный способ распределения активов по разным счетам играет важную роль в оптимизации налогов, которые вам придется выплачивать. Кроме того,

избавление от фондов, не приносящих дохода, и избежание убытков могут повысить вашу посленалоговую доходность.

В основе любой успешной стратегии размещения активов лежит уверенность инвестора в том, что подход к управлению портфелем, базирующийся на использовании многих классов активов и низких затратах, является для него правильным. Эта уверенность порождает готовность инвестора поддерживать выбранный им вариант распределения активов, как бы ни складывалась ситуация на рынке. Сформированный надлежащим образом портфель низкотратных инвестиций, не превышающий степень устойчивости данного инвестора к риску, поможет инвестору четко придерживаться своего инвестиционного плана вне зависимости от ситуации на рынке.

В книге «Всё о распределении активов» были рассмотрены многие вопросы. Инструменты и стратегии, которые обсуждались в этой книге, позволят вам применить по-настоящему деловой и рациональный подход к эффективному управлению вашим портфелем. Изучите принципы распределения активов, разработайте инвестиционный план, отвечающий вашим индивидуальным потребностям, осуществите этот план на практике и неукоснительно исполняйте его, не забывая минимизировать свои затраты. Такой подход гарантирует вам успех на многие годы вперед.

# Приложение А

## РЕКОМЕНДУЕМЫЕ САЙТЫ

[www.Bogleheads.org](http://www.Bogleheads.org). Идея Bogleheads была навеяна публикациями и деятельностью Джона Богля, основателя и бывшего председателя совета директоров Vanguard Group. Это беспристрастное онлайн-сообщество инвесторов поможет ответить на ваши вопросы, касающиеся распределения активов и выбора инструментов для инвестирования.

[www.DFAfunds.com](http://www.DFAfunds.com). Dimensional Fund Advisors предлагает уникальные индексные фонды, воспользоваться которыми вам помогут советники этой организации. Ее трехфакторный подход к формированию портфеля получает все более широкое признание в мире.

[www.DowJones.com](http://www.DowJones.com). Ресурс предлагает чрезвычайно ценную информацию по рынкам и содержит замечательный исторический раздел, в котором приведены диаграммы, отражающие важнейшие события в экономике и мире.

[www.ETFguide.com](http://www.ETFguide.com). Углубленная информация о биржевых продуктах, в том числе результаты оригинальных исследований, фундаментальные базы данных, а также обсуждение широкого круга интересных тем.

[www.IndexUniverse.com](http://www.IndexUniverse.com). На этом сайте представлены новости, информация, анализ рынков, индексных фондов и самые свежие инсайдерские материалы о биржевых фондах (ETF).

[www.iShares.com](http://www.iShares.com). На сайте iShares вы можете узнать о биржевых фондах и использовании полезных инструментов управления портфелем.

[www.Morningstar.com](http://www.Morningstar.com). На этом сайте вы найдете массив бесплатной информации и аналитических материалов, касающихся взаимных фондов, акций, облигаций, ETF, финансового планирования и ряда других тем, связанных с инвестициями.

[www.MSCIbarra.com](http://www.MSCIbarra.com). MSCI Barra предоставляет институциональным инвесторам по всему миру инструменты для

выработки инвестиционных решений, включая аналитические материалы по индексам, риску и доходности, которые можно использовать при управлении портфелями акций, ценных бумаг с фиксированной доходностью и смешанными портфелями.

[www.PortfolioSolutions.com](http://www.PortfolioSolutions.com). Главный сайт моей фирмы, Portfolio Solutions, LLC. Мы являемся одним из ведущих консультантов по инвестициям и специализируемся на распределении активов и низкозатратном инвестировании.

[www.Russell.com](http://www.Russell.com). Этот сайт предоставляет всестороннюю информацию обо всех индексах семейства Russell и методологиях расчета индексов.

[www.Spglobal.com](http://www.Spglobal.com). Standard & Poor's предоставляет разнообразные аналитические материалы и комментарии по всем своим глобальным индексам.

[www.Ssga.com](http://www.Ssga.com). State Street Global Advisors управляет широким спектром биржевых фондов по всему миру. Их сайт предоставляет соответствующие инструменты и информацию.

[www.Vanguard.com](http://www.Vanguard.com). На сайте Vanguard имеется раздел «Education, Planning, and Advice» («Образование, планирование и советы»), который я считаю одним из лучших в Сети. В разделе «Plain Talk Library» («Библиотека материалов на доступном языке») вы найдете много полезной информации.

[www.Wilshire.com](http://www.Wilshire.com). Содержится описание индексов семейства Wilshire; предоставляются сведения об исторических показателях доходности.

# Приложение Б

## РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

1. All About Index Funds, Richard Ferri, CFA («Все об индексных фондах». Ричард Ферри). Руководство по инвестированию в низкозатратные индексные фонды, которое дополняет эту книгу. 2-е издание, опубликованное в 2007 г. издательством McGraw-Hill.

2. The Art of Asset Allocation, David Darst («Искусство распределения активов». Дэвид Дарст). Информация о распределении активов для инвесторов среднего и продвинутого уровня. 2-е издание, опубликованное в 2008 г. издательством McGraw-Hill.

3. Asset Allocation: Balancing Financial Risk, Roger Gibson («Распределение активов: Балансировка финансового риска». Роджер Гибсон). Разъяснение концепций распределения активов. 4-е издание, опубликованное в 2007 г. издательством McGraw-Hill.

4. The Bogleheads' Guide to Investing, Taylor Larimore, Mel Lindauer, Michael LeBoeuf («Руководство по инвестированию сообщества Bogleheads». Тейлор Лэримор, Мэл Линдауэр, Майкл ЛеБоф). В этой книге приведены ценные рекомендации по широкому кругу вопросов, включая взаимные фонды, облигации, диверсификацию и налоги. Опубликована в 2006 г. издательством Wiley.

5. The Coffeehouse Investor, Bill Schultheis («Инвестор из кофейни». Билл Шульцхайс). Книга о распределении активов для тех, кто не хочет усложнять себе жизнь. 2-е издание, опубликованное в 2009 г. издательством Portfolio Hardcover.

6. Common Sense on Mutual Funds, John Bogle («Здравый смысл инвестирования во взаимные фонды». Джон Богль). Крупнейший специалист в области низкозатратных взаимных фондов делится своими взглядами на инвестирование. 2-е издание, опубликованное в 2009 г. издательством Wiley.

7. The ETF Book, Richard Ferri, CFA («Книга об ETF». Ричард Ферри). Все, что вам нужно знать о биржевых продуктах. 2-е издание, опубликованное в 2009 г. издательством Wiley.

8. The Four Pillars of Investing: Lessons for Building a Winning Portfolio, William Bernstein («Четыре столпа инвестирования: Уроки по формированию успешного портфеля». Уильям Бернстайн). Простое руководство по распределению активов для инвесторов всех уровней. Книга опубликована в 2002 г. издательством McGraw-Hill.

9. The Intelligent Asset Allocator, William Bernstein («Разумное распределение активов». Уильям Бернстайн). Анализ разумных стратегий распределения активов для инвесторов среднего и продвинутого уровня. Опубликовано в 2000 г. издательством McGraw-Hill.

10. Mutual Funds: Profiting from an Investment Revolution, Scott Simon («Взаимные фонды: Извлечение дохода из революции в области инвестиций». Скотт Саймон). Советник по инвестициям делится своими соображениями по поводу распределения активов низкозатратных индексных фондов. Книга опубликована в 1998 г. издательством Namborn.

11. Protecting Your Wealth in Good Times and Bad, Richard Ferri, CFA («Защита вашего состояния в хорошие и плохие времена». Ричард Ферри). Практическое справочное руководство для инвесторов всех уровней по долгосрочным сбережениям и инвестициям. Книга опубликована в 2003 г. издательством McGraw-Hill.

12. A Random Walk down Wall Street, Burton Malkiel («Случайное блуждание по Уолл-стрит». Бертон Малкиел). Всесторонний анализ современного рынка и его движущих сил. 9-е издание, опубликованное в 2007 г. издательством W. W. Norton & Company.

13. Stocks for the Long Run, Jeremy Siegel («Акции на долгосрочную перспективу». Джереми Зигель). Классическая книга об инвестировании, в которой приводятся рыночные данные за последние 200 лет. 4-е издание, опубликованное в 2007 г. издательством McGraw-Hill.

14. Winning the Loser's Game, Charles Ellis («Выигрывая в игре неудачника». Чарльз Эллис). Классическая книга о том, как повысить доходность и снизить риск за счет разумной инвестиционной политики и индексации. 5-е издание, опубликованное в 2009 г. издательством McGraw-Hill.



15. Wise Investing Made Simple, Larry Swedoe («Мудро инвестировать просто». Ларри Свидоу). Знание того, как функционируют современные финансовые рынки, помогает инвесторам принимать более взвешенные и эффективные инвестиционные решения. Опубликовано в 2007 г. издательством Charter Financial Pub Network.

# Глоссарий

## **FINRA**

Регулирующий орган **финансовой** отрасли (Financial Industry Regulatory Authority — FINRA).

Это крупнейший независимый регулирующий орган для всех фирм — участниц рынка ценных бумаг, осуществляющих свою деятельность в США. Его целью является защита интересов инвесторов и сохранение прозрачности рынка посредством регулирования и соблюдения законодательства участниками рынка.

## **Автоматическое реинвестирование (Automatic Reinvestment)**

Вариант, при котором дивиденды или другие доходы от инвестиций используются для покупки дополнительных долей этого инвестиционного инструмента.

## **Активное управление (Active Management)**

Инвестиционная стратегия, целью которой является превышение средней доходности на финансовых рынках. При выборе ценных бумаг для покупки или продажи активные управляющие опираются на аналитические данные, прогнозы рынка, а также на свою собственную оценку и практический опыт.

## **Альтернативный минимальный налог (Alternative Minimum Tax — АМТ)**

Отдельная налоговая система, призванная гарантировать, что состоятельные люди и организации будут уплачивать федеральный подоходный налог по меньшей мере по минимальной ставке. АМТ распространяется на определенные виды ценных бумаг, которые используются для финансирования частной коммерческой деятельности.

## **Амортизация (Depreciation)**

Снижение стоимости актива.

## **Аннуализация (Annualize)**

Действие, в результате которого показатель, охватывающий период меньше одного года, может применяться ко всему году. Обычно это бывает необходимо для целей сравнения. Если, например, оборачиваемость портфеля за 6 месяцев равна 36%, то аннуализированная (то есть в годовом исчислении) оборачиваемость такого портфеля составит 72%.

### **Базовая стоимость (Cost Basis)**

Исходная стоимость инвестиционного инструмента. Для определения прироста или убытка капитала базовая стоимость инструмента вычитается из цены продажи. Используется для целей налогообложения.

### **Базовый индекс (Benchmark Index)**

Индекс, который коррелируется с определенным фондом; используется для оценки эффективности управляющего фондом.

### **Балансовая стоимость (Book Value)**

Активы компании за вычетом долговых обязательств и нематериальных активов.

### **Биржевая нота (Exchange-Traded Note)**

Необеспеченная долговая ценная бумага, выпущенная банком или финансовой компанией, которая подобна биржевому фонду в том отношении, что она отслеживает какой-либо индекс, а также имеет кредитный риск данного эмитента.

### **Биржевой фонд (Exchange-Traded Fund — ETF)**

Взаимный фонд, паи которого торгуются, как и акции на фондовой бирже. Примерная стоимость чистых активов (net asset value, NAV) такого фонда вычисляется каждые 15 секунд биржей, на которой торгуются паи этого фонда. Паи ETF торгуются по цене, близкой к расчетной цене пая вследствие арбитража, который предусматривает участие третьей стороны, называемой авторизованным участником.

### **Брокер/брокер-дилер (Broker/Broker-Dealer)**

Фирма (или физическое лицо), которая покупает или продает паи взаимных фондов или другие ценные бумаги для широкого круга

инвесторов.

### **Валовой внутренний продукт — ВВП (Gross Domestic Product — GDP)**

Стоимость всех товаров и услуг, произведенных в какой-либо стране в заданном году. ВВП является одним из важнейших экономических показателей страны; его величина публикуется ежеквартально Министерством торговли США.

### **Валютный риск (Currency Risk)**

Вероятность того, что доходность американцев, инвестирующих в иностранные ценные бумаги, может снизиться вследствие повышения курса американского доллара по отношению к иностранным валютам. По-другому называется риском изменения валютного курса.

### **Взаимоисключающие события (Mutually Exclusive)**

Ситуация, при которой наступление какого-то одного события исключает возможность наступления какого-то другого события. Если какой-либо инструмент входит в расчет какого-либо одного индекса, то это исключает возможность его включения в расчет других индексов.

### **Возврат капитала (Return of Capital)**

Выплата, которая производится не из прибыли. Это возврат основной суммы вложений инвестора.

### **Волатильность (Volatility)**

Степень изменения стоимости какой-либо ценной бумаги, взаимного фонда или индекса. Волатильность часто выражается каким-либо математическим показателем, например стандартным отклонением или коэффициентом бета. Чем выше волатильность фонда, тем больше размах колебаний между его максимальными и минимальными ценами.

### **Выплаты (Distributions)**

1. Изъятие средств с индивидуального пенсионного счета (Individual Retirement Account — IRA) его владельцем. 2. Выплаты дивидендов и/или доходов от прироста капитала, осуществляемые взаимным фондом.

### **Высокодоходный фонд (High-Yield Fund)**

Взаимный фонд, который инвестирует преимущественно в облигации с кредитным рейтингом BB или ниже. Вследствие спекулятивной природы высокодоходных облигаций высокодоходные фонды подвержены более высокой волатильности цен паев и более высокому кредитному риску, чем другие типы облигационных фондов.

### **Глобальный фонд (Global Fund)**

Взаимный фонд, который инвестирует в акции как компаний США, так и иностранных компаний.

### **Голубые фишки (Blue Chip Stocks)**

Обыкновенные акции известных компаний с историей роста и выплаты дивидендов.

### **Дата без дивидендов (Ex-dividend Date)**

Дата, когда сумма дивидендов и/или дохода от прироста капитала вычитается из стоимости активов взаимного фонда или откладываются для выплаты акционерам. В этот день цена акций фонда снижается на величину выплаты (с учетом любых действий на рынке). Также называется датой реинвестирования.

### **Дата выплаты дивидендов (Payable Date)**

День, когда акционерам выплачиваются дивиденды или доходы от прироста капитала. Для взаимных фондов дата выплаты дивидендов обычно отличается от даты закрытия реестра на 2–4 дня. Дата закрытия реестра (дата среза) — это день, когда производится составление списка текущих держателей акций перед начислением им дивидендов. Датой выплаты дивидендов также называют дату, на которую запланирована выплата объявленных дивидендов на акции или процентов по облигациям.

### **Дата закрытия реестра/дата среза (Record Date)**

Дата, используемая для определения того, кто имеет право на очередное получение дивидендов или доходов от прироста капитала соответствующей компании или фонда.

### **Дата объявления (Declaration Date)**

День, когда совет директоров какой-либо компании или взаимного фонда объявляет величину и дату очередной выплаты дивидендов данного учреждения.

### **Денежные инструменты (Cash Investments)**

Краткосрочные долговые инструменты (например, коммерческие векселя, банковские акцепты и казначейские векселя), срок погашения которых наступает менее чем через 1 год. Также называются инструментами денежного рынка или денежными резервами.

### **Дериватив, производный финансовый инструмент (Derivative)**

Финансовый контракт, стоимость которого базируется на какой-либо традиционной ценной бумаге (например, акции или облигации) или рыночном индексе (например, S&P 500).

### **Дефолт (Default)**

Неспособность своевременно выплатить основную сумму или проценты по долговому обязательству.

### **Диверсификация по секторам (Sector Diversification)**

Процент акций портфеля, отведенный компаниям, представляющим каждую из основных отраслевых групп.

### **Дивидендная доходность (Dividend Yield)**

Годовая ставка доходности на одну акцию, определяемая путем деления годового дивиденда на текущую цену одной акции. Во взаимном фонде акций этот показатель представляет собой среднюю дивидендную доходность акций, которыми владеет данный фонд.

### **Дисконтный брокер/брокер с пониженной комиссией (Discount Broker)**

Брокерская фирма, которая исполняет приказы на покупку и продажу ценных бумаг по более низким ставкам комиссионных, чем ставки комиссионных, взимаемые брокерскими фирмами, оказывающими полный спектр брокерских услуг (универсальными брокерами).

### **Доверенность (Proxy)**

Письменное разрешение, предоставляемое акционером какому-либо лицу (например, руководству фонда или компании) и дающее право

голосовать от имени этого акционера на собрании акционеров.

### **Долгосрочный доход от прироста капитала (Long-Term Capital Gain)**

Доход от продажи какой-либо ценной бумаги или паев взаимного фонда, которыми инвестор владел более одного года.

### **Доходность при погашении (Yield-to-Maturity)**

Уровень доходности, который будет обеспечен инвестору, если ценные бумаги, включенные в состав его портфеля, будут оставаться у этого инвестора вплоть до наступления срока их погашения.

### **Закрытый фонд (Closed-End Fund)**

Взаимный фонд, выпустивший фиксированное количество паев, которые, как правило, котируются на одной из ведущих фондовых бирж.

### **Запрашиваемая цена/цена продавца/цена предложения (Ask Price)**

Цена, по которой та или иная ценная бумага предлагается на продажу. Цена паев взаимного фонда без нагрузки равняется стоимости чистых активов этого фонда в расчете на один пай.

### **Запрет «отмывочных» продаж (Wash Sale Rule)**

Положение Налоговой службы США, согласно которому налогоплательщику запрещается объявлять об убытках от продажи какого-либо инструмента, если этот инструмент (или какой-либо идентичный инструмент) покупается в течение 30 дней до или после указанной продажи.

### **Зарегистрированный советник по инвестициям (Registered Investment Advisor — RIA)**

Специалист по инвестициям, зарегистрированный Комиссией по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission — SEC), но не поддерживаемый ею. Этот специалист имеет право рекомендовать определенные виды инвестиционных продуктов.

### **Инвестиционный класс (Investment Grade)**

Облигация, кредитное качество которой оценивается независимыми рейтинговыми агентствами как одно из самых высоких.

### **Инвестиционный траст недвижимости (Real Estate Investment Trust — REIT)**

Компания, которая управляет группой инвестиций в недвижимость и ежегодно распределяет своим акционерам не менее 90% своей чистой прибыли. REIT часто специализируются на каком-либо определенном виде имущества. Они могут, например, инвестировать в такую недвижимость, как офисные здания, торговые центры или гостиницы; покупать недвижимость (имущественные REIT); или предоставлять ссуды застройщикам (ипотечные REIT).

### **Индекс потребительских цен (Consumer Price Index — CPI)**

Показатель изменения цен потребительских товаров и услуг. CPI используется для отслеживания темпов инфляции.

### **Индексация (Indexing)**

Стратегия инвестирования, нацеленная на достижение средней доходности рынка или определенной группы акций. Обычно такая стратегия реализуется путем покупки на рынке небольшого объема акций различных эмитентов.

### **Инфляционный риск (Inflation Risk)**

Вероятность того, что рост прожиточного минимума снизит или полностью нивелирует доходность какого-либо инвестиционного инструмента.

### **Казначейская ценная бумага (Treasury Security)**

Оборотное долговое обязательство, выпускаемое на определенную сумму и определенный срок правительством США. Доход от казначейских ценных бумаг не облагается налогами штатов и местными налогами, но облагается федеральным подоходным налогом. К казначейским ценным бумагам относятся казначейские векселя (T-bills; срок погашения не более 1 года), казначейские ноты (T-notes; срок погашения от 1 года до 10 лет) и казначейские облигации (T-bonds; срок погашения более 10 лет).

### **Количественный анализ (Quantitative Analysis)**

В отношении ценных бумаг это означает оценку определенных измеряемых факторов, таких как стоимость капитала, стоимость



активов, а также прогнозы продаж, издержек и прибыли. В сочетании с более субъективной или качественной оценкой (например, эффективности управления) количественный анализ может подкреплять инвестиционные решения и портфели.

### **Комиссия за погашение (Back-End Load)**

Разовый комиссионный сбор, взимаемый некоторыми взаимными фондами при погашении инвестором его паев. Также называется отложенной платой за погашение паев.

### **Комиссия за сделку (Transaction Fee/Commission)**

Плата, взимаемая посредником (например, брокером-дилером или банком) за посредничество при продаже или покупке какой-либо ценной бумаги.

### **Комиссия за управление (Management Fee)**

Сумма, выплачиваемая взаимным фондом своему советнику по инвестициям за работу по контролю за ценными бумагами, приобретенными фондом. Также называется комиссией советника.

### **Комиссия по правилу 12b-1 (12b-1 Fee)**

Ежегодная плата, взимаемая некоторыми взаимными фондами за осуществление ими маркетинговой деятельности и распределение выплат. Эта плата удерживается непосредственно из активов фонда, что снижает совокупный доход акционера.

### **Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission — SEC)**

Правительственное агентство, которое регулирует деятельность взаимных фондов, зарегистрированных советников по инвестициям, рынков акций и облигаций, а также брокеров-дилеров. Комиссия по ценным бумагам и биржам была учреждена в соответствии с законом о торговле ценными бумагами (Securities Exchange Act) от 1934 г.

### **Компания высокой капитализации (Large Cap)**

Компания, рыночная стоимость акций которой обычно превышает 10 млрд долл. (эта величина у разных составителей индексов может варьироваться).

### **Компания малой капитализации (Small Cap)**

Компания, рыночная стоимость акций которой не превышает 2 млрд долл. (величина этого показателя у разных составителей индексов может варьироваться).

### **Компания средней капитализации (Midcap)**

Компания, рыночная стоимость акций которой находится в интервале 2–10 млрд долл. (величина этого интервала у разных составителей индексов может варьироваться).

### **Короткая продажа/сделка «шорт»/необеспеченная продажа/продажа без покрытия (Short Sale)**

Продажа какой-либо ценной бумаги или опционного контракта, которые не являются собственностью продавца, обычно для извлечения дохода из ожидаемого падения цены данной ценной бумаги или опционного контракта. При совершении обычной короткой продажи осуществляется продажа заимствованной ценной бумаги или опциона, а заемщик соглашается откупить акции или опционы по рыночной цене к указанной дате в будущем. Эта стратегия инвестирования считается рискованной.

### **Коэффициент «цена/балансовая стоимость» (Price/Book Ratio, P/B Ratio)**

Цена одной акции, деленная на балансовую стоимость. Для определенного портфеля этот коэффициент представляет собой средневзвешенный коэффициент всех акций, включенных в этот портфель.

### **Коэффициент «цена/прибыль» (Price/Earnings Ratio, P/E Ratio)**

Цена 1 акции, поделенная на прибыль за прошлый год в расчете на 1 акцию. Для определенного портфеля этот коэффициент представляет собой средневзвешенный коэффициент всех акций, включенных в этот портфель. P/E является хорошим индикатором ожиданий рынка в отношении перспектив какой-либо компании; чем выше P/E, тем выше ожидания рынка, связанные с будущим ростом прибыли компании.

### **Коэффициент бета (Beta)**

Показатель величины прошлых колебаний цены акций в портфеле по отношению к колебаниям рынка в целом (или какого-либо соответствующего рыночного индекса). Рынку (или индексу) присваивается значение коэффициента бета, равное 1,00; таким образом, если коэффициент бета какого-либо портфеля равняется 1,20, это означает, что цена его акций повышается или снижается приблизительно на 12%, когда рынок соответственно повысился или снизился на 10%.

### **Коэффициент детерминации (R-Squared)**

Показатель того, в какой степени доходность портфеля может объясняться совокупной доходностью рынка (или базового индекса). Если бы совокупная доходность портфеля в точности соответствовала доходности рынка или базового индекса, то коэффициент соответствия между доходностью такого портфеля и рыночным индексом равнялся бы 1,00. Если бы совокупная доходность портфеля не была никак связана с доходностью рынка, то коэффициент детерминации такого портфеля и рыночного индекса равнялся бы 0.

### **Коэффициент затрат (Expense Ratio)**

Процентная доля от средней стоимости чистых активов портфеля, используемая для оплаты ежегодных расходов по нему. Доля затрат, включающая денежное вознаграждение управляющим, административные расходы и любые платежи по правилу 12b-1, которая напрямую снижает доходность для инвесторов.

### **Коэффициент корреляции (Correlation Coefficient)**

Число между  $-1$  и  $+1$ , измеряющее степень линейной связи между двумя переменными.

### **Коэффициент оборачиваемости (Turnover Rate)**

Показатель торговой активности за последний год. Для портфелей с высокими коэффициентами оборачиваемости характерны более высокие транзакционные издержки; впрочем, такие портфели с большей вероятностью распределяют доходы от прироста капитала (которые облагаются налогом на непенсионных счетах).

### **Коэффициент Шарпа (Sharpe Ratio)**

Показатель доходности с поправкой на риск. Чтобы вычислить коэффициент Шарпа, избыточная доходность соответствующего актива (величина, на которую доходность этого актива превышает доходность, обеспечиваемую безрисковыми активами, такими как казначейские векселя) делится на стандартное отклонение данного актива. Этот показатель можно вычислить в сравнении с каким-либо эталоном или индексом.

### **Краткосрочный доход от прироста капитала (Short-Term Capital Gain)**

Доход от продажи ценной бумаги или паев взаимного фонда, которые инвестор держал в своем портфеле не более одного года. Краткосрочный доход от прироста капитала облагается налогом как обычный доход.

### **Кредитный рейтинг (Credit Rating)**

Регулярно публикуемая (и базирующаяся на скрупулезном финансовом анализе) оценка способности получателя кредита выплачивать проценты или основную сумму по соответствующему долговому обязательству.

### **Кредитный риск (Credit Risk)**

Вероятность того, что эмитент облигации окажется не в состоянии своевременно выплатить проценты и номинал облигации. Также называется риском неплатежеспособности, или риском дефолта.

### **Кривая доходности (Yield Curve)**

Линия на графике, которая отображает доходность облигаций с разными сроками погашения, от краткосрочных до долгосрочных. Эта линия, или кривая, показывает взаимосвязь между краткосрочными процентными ставками и долгосрочными процентными ставками.

### **Купон/купонная ставка (Coupon/Coupon Rate)**

Процентная ставка, которую обещает выплачивать держателю облигации ее эмитент вплоть до наступления срока погашения этой облигации.

### **Ликвидность (Liquidity)**

Степень обращаемости ценной бумаги, то есть того, как быстро можно продать эту ценную бумагу по справедливой цене и конвертировать в наличные деньги.

### **Медианная рыночная капитализация**

Средняя рыночная капитализация (рыночная цена, умноженная на количество акций какой-либо компании в обращении) акций в портфеле. Половина акций в портфеле будет иметь более высокую рыночную капитализацию, а другая половина акций будет иметь более низкую рыночную капитализацию.

### **Международный фонд (International Fund)**

Взаимный фонд, который инвестирует в ценные бумаги, торгуемые на рынках за пределами США. Зарубежные рынки несут дополнительные риски, включая колебания валютных курсов и политическую нестабильность. В прошлом эти риски обуславливали более высокую волатильность цен акций иностранных компаний по сравнению с волатильностью цен акций компаний США.

### **Мусорная/бросовая облигация (Junk Bond)**

Облигация с кредитным рейтингом BB или ниже. Также называется высокодоходной облигацией вследствие высокой доходности, обещаемой тем, кто готов взять на себя дополнительный риск облигации с низким кредитным качеством.

### **Налоговый свопинг (Tax Swapping)**

Создание налогового убытка путем одновременной продажи одного инструмента и покупки подобного инструмента, который, однако, не является идентичным первому.

### **Налогооблагаемая эквивалентная доходность (Taxable Equivalent Yield)**

Доходность более доходного, но облагаемого налогом актива, которая равнялась бы доходности актива, не облагаемого налогом. Данное определение зависит от налоговой категории, в которую попадает соответствующий инвестор.

### **Нереализованный доход/убыток от прироста капитала (Unrealized Capital Gain/Loss)**

Повышение (или снижение) стоимости какой-либо ценной бумаги, которая не является полученной, реализованной, поскольку эта ценная бумага еще не была продана. Как только эта ценная бумага будет продана управляющим портфелем, соответствующие доходы/убытки от прироста капитала будут реализованы, а любые выплаты акционеру будут обложены налогом в течение того налогового года, когда эта ценная бумага была продана.

### **Номинальная доходность (Nominal Return)**

Доходность инвестиции до внесения поправки на инфляцию.

### **Облигации «янки»/долларовые облигации (Yankee Dollars/Bonds)**

Долговые обязательства, такие как облигации или депозитные сертификаты, номинированные в долларах США и выпущенные в США зарубежными банками и компаниями.

### **Облигация, не облагаемая налогом (Tax-Exempt Bond)**

Облигация, обычно выпущенная муниципальными властями, властями округа или штата, выплаты процентов по которым не облагаются федеральным подоходным налогом, а в некоторых случаях — подоходными налогами штатов и местными подоходными налогами.

### **Операционные расходы (Operating Expenses)**

Сумма, выплачиваемая за сопровождение активов, или затраты на ведение бизнеса. Прибыль распределяется после вычитания операционных расходов.

### **Опцион (Option)**

Контракт, продавец которого предоставляет покупателю право, но не обязательство, купить или продать ценные бумаги по заранее оговоренной цене в оговоренную дату (или ранее).

### **Отклонение стиля (Style Drift)**

Ситуация, при которой какой-либо фонд со временем отклоняется от своей цели инвестирования.

### **Открытый фонд (Open-End Fund)**

Субъект инвестиционной деятельности, который имеет возможность каждый день выпускать паи или выкупать часть паев, находящихся в обращении. Цена паев определяется раз в день (в конце дня) исходя из стоимости чистых активов (NAV) соответствующего фонда.

### **Отрицательная корреляция (Negative Correlation)**

Ситуация, при которой стоимость одного из двух инструментов изменяется в сторону, противоположную изменению стоимости другого инструмента.

### **Отсрочка налогообложения (Tax Deferral)**

Отсрочка выплаты подоходного налога на доход от инвестирования. Например, владельцы традиционных индивидуальных пенсионных счетов (Individual Retirement Account — IRA) не платят подоходные налоги на проценты, дивиденды или доходы от прироста капитала, которые накапливаются на их пенсионных счетах, до тех пор пока они не начнут снимать деньги со своего счета.

### **Отсутствие корреляции (Noncorrelation)**

Ситуация, при которой изменение стоимости двух разных инструментов полностью не связано друг с другом.

### **Паевой инвестиционный траст (Unit Investment Trust — UIT)**

Инвестиционная компания, зарегистрированная Комиссией по ценным бумагам и биржам. Такая компания покупает фиксированный, не управляемый портфель доходных ценных бумаг, а затем продает инвесторам паи в этом портфеле, обычно долями не менее 1000 долл. Обычно продажа осуществляется посредником (например, брокером).

### **План реинвестирования дивидендов (Dividend Reinvestment Plan)**

Автоматическое реинвестирование дивидендов, получаемых акционерами, в дополнительные акции соответствующей компании.

### **Плата за погашение (Redemption Fee)**

Плата, взимаемая некоторыми взаимными фондами в случае, когда инвестор продает паи спустя короткое время после их покупки.

### **Погашение/выкуп (Redemption)**

Возвращение инвестору стоимости ценной бумаги. Выкуп облигации может произойти при наступлении срока ее погашения или до наступления этого срока; паи взаимного фонда погашаются исходя из чистой стоимости активов при переводе этих активов в наличные.

### **Положительная корреляция (Positive Correlation)**

Ситуация, при которой стоимость одного из двух инструментов изменяется в одном направлении с изменением стоимости другого инструмента.

### **Попечитель (Custodian)**

1. Банк, агент, трастовая компания (компания, созданная для выступления в качестве доверительного собственника) или другая организация, ответственная за сбережение финансовых активов. 2. Физическое лицо, которое осуществляет контроль за активами взаимного фонда по попечительскому счету.

### **Премия/надбавка (Premium)**

Величина, на которую цена определенной ценной бумаги превышает номинальную стоимость или цену погашения этой ценной бумаги или цену сопоставимой ценной бумаги или группы инструментов. Она может указывать на то, что определенная ценная бумага пользуется высоким спросом у инвесторов. Премией также называют плату за получение страхового покрытия.

### **Прибыль на акцию (Earnings per Share)**

Чистая прибыль компании, деленная на количество обыкновенных акций, находящихся в обращении.

### **Привилегия на обмен (Exchange Privilege)**

Наделение акционера правом переносить деньги из одного взаимного фонда в другой (в рамках одного и того же семейства фондов), зачастую без внесения дополнительной платы.

### **Признание и доверие (Full Faith and Credit)**

Обязательство выплатить проценты и основную сумму по любой правительственной облигации.

### **Прирост/убыток капитала (Capital Gain/Loss)**



Разница между ценой продажи актива (например, паев взаимного фонда, акций или облигаций) и первоначальной стоимостью этого же актива.

### **Проспект (Prospectus)**

Юридический документ, который предоставляет потенциальным инвесторам информацию о соответствующем взаимном фонде, включая обсуждения его целей инвестирования и инвестиционной политики, рисков, издержек и прошлых показателей. Проспект может предоставляться потенциальному инвестору до открытия им счета; кроме того, он должен проходить регистрацию в Комиссии по ценным бумагам и биржам.

### **Процентный риск (Interest-Rate Risk)**

Вероятность снижения стоимости какой-либо ценной бумаги или взаимного фонда вследствие роста процентных ставок.

### **Разовая начальная нагрузка (Front-End Load)**

Комиссионные, взимаемые с покупателя некоторыми взаимными фондами и другими институтами при продаже ему акций.

### **Распределение доходов от прироста капитала (Capital Gains Distributions)**

Выплаты акционерам взаимного фонда доходов, полученных в течение года от ценных бумаг, проданных этим фондом с доходом, за вычетом любых реализованных убытков.

### **Реальная доходность (Real Return)**

Фактическая доходность какой-либо инвестиции с учетом инфляции. Если, например, номинальная доходность какой-либо инвестиции за определенный период составила 8%, а инфляция — 3%, то реальная доходность составила бы 5% ( $8 - 3 = 5\%$ ).

### **Реинвестирование (Reinvestment)**

Использование инвестиционного дохода для покупки дополнительных ценных бумаг. Многие управляющие компании взаимных фондов, а также инвестиционные сервисы предоставляют инвесторам

возможность автоматического реинвестирования полученных ими дивидендов и доходов от прироста капитала.

### **Рыночная капитализация (Market Capitalization)**

Определение стоимости компании, которая вычисляется путем умножения совокупного количества акций данной компании, находящихся в обращении, на цену одной акции. Также называется капитализацией.

### **Секторный фонд (Sector Fund)**

Взаимный фонд, который сосредоточивается на относительно узком секторе рынка. Такие фонды могут испытывать на себе более высокую волатильность цен акций, чем широко диверсифицированные фонды, поскольку секторные фонды испытывают проблемы, специфические для соответствующего сектора.

### **Семейство фондов (Fund Family)**

Группа взаимных фондов, учрежденных одной организацией; зачастую пайщикам предлагаются привилегии обмена паев на паи другого фонда из того же семейства фондов и объединенные выписки по счету клиента по многим фондам.

### **Сертифицированный/дипломированный аудитор (Certified Public Accountant — CPA)**

Специалист по инвестициям, получивший лицензию какого-либо штата, которая позволяет ему заниматься независимой бухгалтерской деятельностью.

### **Сертифицированный/дипломированный специалист по финансовому планированию (Certified Financial Planner — CFP)**

Специалист по инвестициям, который сдал экзамены, проводимые Советом по стандартам CFP. Экзамены проводятся по таким направлениям, как налоги, ценные бумаги, страхование и планирование имущества.

### **Сертифицированный/дипломированный финансовый аналитик (Certified Financial Analyst — CFA)**

Специалист по инвестициям, который удовлетворяет стандартам компетентности в области экономики, ценных бумаг, управления портфелями и финансового учета, разработанным Институтом дипломированных финансовых аналитиков.

### **Советник по инвестициям (Investment Advisor)**

Физическое лицо или организация, которые принимают текущие решения, касающиеся активов в портфеле. Также называется управляющим портфелем, или портфельным управляющим.

### **Советник с повременной оплатой услуг (Fee-Only Advisor)**

Финансовый советник, взимающий со своих клиентов определенную почасовую ставку оплаты или заранее оговоренный процент от стоимости активов, которыми он управляет.

### **Совокупная доходность (Total Return)**

Процентное изменение (за определенный период времени) стоимости чистых активов какого-либо взаимного фонда, причем конечная стоимость чистых активов корректируется таким образом, чтобы учесть реинвестирование всех распределений дивидендов и доходов от прироста капитала.

### **Соглашение о свопе (Swap Agreement)**

Соглашение между двумя сторонами об обмене одной ценной бумаги на другую в целях изменения состава портфеля или сроков погашения облигаций, которые он включает, или изменения какого-либо другого аспекта портфеля или финансового соглашения (например, процентных выплат или валюты).

### **Составители/разработчики/провайдеры индексов (Index Providers)**

Компании, которые разрабатывают и поддерживают индексы акций и облигаций. Основными составителями индексов являются Standard & Poor's, Dow Jones, Barclays Capital, Morgan Stanley, Russell и Wilshire.

### **Спред (Spread)**

В случае с акциями и облигациями представляет собой разницу между ценой покупателя и ценой продавца.

### **Спред спроса и предложения (Bid-Ask Spread)**

Разница между ценой, которую готов заплатить за определенную ценную бумагу покупатель, и ценой, запрашиваемой (предлагаемой) за эту ценную бумагу продавцом.

### **Средний купон (Average Coupon)**

Средняя процентная ставка (ставка по купону) на все облигации в портфеле.

### **Средний эффективный срок погашения (Average Effective Maturity)**

Средневзвешенный срок погашения всех ценных бумаг в определенном фонде денежного рынка или облигационном фонде. (Срок погашения — это дата, когда эмитент какого-либо инструмента денежного рынка или облигации возместит покупателю данной ценной бумаги ее стоимость.) Чем выше средний срок погашения, тем больше изменяется в ту или иную сторону цена паев фонда в ответ на изменение процентных ставок.

### **Срок/дата погашения (Maturity/Maturity Date)**

Дата, на которую эмитент какого-либо инструмента денежного рынка или облигации соглашается выплатить покупателю основную сумму долга (номинальную стоимость этого инструмента денежного рынка или облигации).

### **Стандартное отклонение (Standard Deviation)**

Степень, с которой доходность рассматриваемого фонда отличается от его прошлой доходности или от средней доходности аналогичных фондов. Чем выше стандартное отклонение, тем выше вероятность (и риск) того, что доходность ценной бумаги будет отклоняться от средней доходности.

### **Статья об облигациях (Bond Covenant)**

Одно из положений контракта о долговых обязательствах. Позитивная статья требует определенных действий, а негативная статья ограничивает определенные действия.

### **Стоимость чистых активов (Net Asset Value — NAV)**

Рыночная стоимость совокупных активов взаимного фонда за вычетом его долговых обязательств, поделенная на количество паев в обращении. Стоимость отдельно взятого пая называется (расчетной) стоимостью пая, или (расчетной) ценой пая.

### **Страновой риск (Country Risk)**

Вероятность того, что политические события (например, война, общенациональные выборы), финансовые проблемы (например, всплеск инфляции, суверенный дефолт) или природные катаклизмы (например, землетрясение, плохой урожай) приведут к ослаблению экономики страны и снижению инвестиций в этой стране.

### **Сырьевые товары (Commodities)**

Необработанные товары, такие как зерно, металлы или полезные ископаемые, торгуемые в больших объемах на какой-либо товарной бирже.

### **Транзакционные издержки портфеля (Portfolio Transaction Costs)**

Затраты, связанные с покупкой и продажей ценных бумаг, включая комиссионные, комиссионные за покупку и погашение, обмен ценных бумаг и прочие расходы. В проспекте взаимного фонда эти затраты должны быть указаны отдельно от коэффициента затрат данного фонда (процентной доли активов фонда, используемой для покрытия его расходов). Они не включают разницу (спред) между ценами продавца и покупателя.

### **Улучшенный индексный фонд (Enhanced Index Fund)**

Индексный фонд, предназначенный не только для следования за тем или иным индексом, но и для превышения доходности этого индекса посредством использования кредитного плеча, фьючерсов, торговых стратегий, управления доходами от прироста капитала и других методов.

### **Усреднение стоимости (Dollar Cost Averaging)**

Инвестирование равных сумм денежных средств через одинаковые промежутки времени на постоянной основе. Такой подход гарантирует, что инвестор будет покупать меньшее количество акций, когда цены высокие, и большее количество акций, когда цены низкие.

### **Устойчивость к риску (Risk Tolerance)**

Способность или готовность инвестора выдержать падение стоимости активов в ожидании повышения их стоимости.

### **Федеральная резервная система — ФРС (Federal Reserve — The Fed)**

Центральный банк, который регулирует денежно-кредитную систему в Соединенных Штатах. Совет управляющих ФРС, состоящий из семи членов и назначаемый президентом США, оказывает существенное влияние на монетарную и экономическую политику США.

### **ФИФО — «первым поступил, первым продан» (First-In, First-Out — FIFO)**

Метод расчета налогооблагаемых доходов или убытков при продаже паев взаимных фондов. Метод ФИФО основывается на том, что паи, проданные первыми, были куплены первыми.

### **Фонд без нагрузки (No-Load Fund)**

Взаимный фонд, который не взимает комиссионные с продажи своих акций инвесторам.

### **Фонд муниципальных облигаций (Municipal Bond Fund)**

Взаимный фонд, который инвестирует в неналогооблагаемые облигации, выпускаемые штатом, городом и/или местными властями. Процент, получаемый с этих облигаций, передается акционерам и, как правило, не облагается федеральными подоходными налогами (а иногда и подоходными налогами на уровне соответствующего штата и города).

### **Фонд с нагрузкой**

Взаимный фонд, который взимает плату при продаже паев, а именно при первичной продаже паев (разовая начальная нагрузка) либо при погашении паев (конечная нагрузка).

### **Фундаментальный анализ (Fundamental Analysis)**

Изучение финансовых отчетов и операций компании как способ прогнозирования изменения цены акций этой компании.

### **Фьючерсы/фьючерсные контракты (Futures/Futures Contracts)**

Контракты на покупку или продажу установленного объема определенного товара (например, зерна или иностранной валюты) по заранее согласованной цене в определенный момент времени в будущем.

### **Хеджирование (Hedge)**

Стратегия, при которой один инструмент используется для компенсации риска по какому-либо другому инструменту.

### **Частичное перекрытие (Overlap)**

Ситуация, которая возникает, когда два индекса или взаимных фонда не являются взаимоисключающими. Степень, с которой два фонда или индекса располагают одинаковыми активами, измеряется в процентах от рыночной стоимости.

### **Эквивалентная налогооблагаемая доходность (Equivalent Taxable Yield)**

Доходность, требуемая от налогооблагаемой облигации для обеспечения такой же доходности после уплаты налогов, что и у неналогооблагаемой облигации.

### **Эффективный рынок (Efficient Market)**

Точка зрения, согласно которой цена акций отражает всю рыночную информацию, известную всем инвесторам.

# ОБ АВТОРЕ

Ричард Ферри — дипломированный финансовый аналитик (CFA), основатель компании Portfolio Solutions, занимающейся консалтингом в области инвестиций. Автор нескольких книг по инвестированию, рассматривающих широкий круг вопросов от распределения активов до индексных и биржевых фондов. Ведущий колонки «Индексатор» в Forbes.



- [1] Уильям Бернстайн — один из адептов современной теории портфелей, автор пяти финансовых бестселлеров. Издано на русском языке. Бернстайн У. [Разумное распределение активов](#). М. : Манн, Иванов и Фербер, 2012. *Прим. ред.*
- [2] Бернард Мэдофф (англ. Bernard Lawrence Madoff) (род. 29 апреля 1938 г., Манхэттен, Нью-Йорк, США) — американский бизнесмен, бывший председатель совета директоров фондовой биржи NASDAQ. В 1960 г. основал на Уолл-стрит фирму «Bernard L. Madoff Investment Securities LLC» и возглавлял ее до 11 декабря 2008 г., когда он был обвинен в создании, возможно, крупнейшей в истории финансовой пирамиды. 29 июня 2009 г. Бернард Мэдофф за свою аферу был приговорен судом Нью-Йорка к 150 годам тюремного заключения. *Прим. ред.*
- [3] Банкротство американской корпорации-гиганта, произошедшее в итоге крупного скандала, получившего название «Дело Enron», стало одним из крупнейших в мировой истории. Основным обвинением, выдвигавшимся против Enron, была фальсификация отчетности, вводившая в заблуждение инвесторов. В ходе разгоревшегося скандала покончил с собой вице-президент компании Клиффорд Бакстер. Одним из итогов «Дела Enron» стало принятие американскими законодателями Закона Сарбейнза – Оксли, ужесточившего требования к финансовой отчетности. *Прим. ред.*
- [4] Марта Стюарт (англ. Martha Helen Stewart; род. 3 августа 1941 г., Джерси-Сити) — американская бизнес-леди, телеведущая и писательница, получившая известность и состояние благодаря советам по домоводству. В начале 2000-х разразился громкий скандал, завершившийся для нее тюремным заключением: государству удалось доказать незаконное использование Мартой инсайдерской информации, и она отправилась в тюрьму на 5 месяцев. *Прим. ред.*
- [5] Berkshire Hathaway (NYSE: BRKa, NYSE: BRKb) — американская холдинговая компания со штаб-квартирой в Омахе. Является

управляющей для большого количества компаний в различных отраслях. Среднегодовой рост балансовой стоимости за последние 44 года составил 20,3% при минимальном долге. Акции Berkshire Hathaway за 2000–2010 гг. выросли в целом на 76% против общего 11,3%-ного падения индекса S&P 500. Компания известна своим бессменным CEO Уорреном Баффетом, который использовал прибыль от страховых операций Berkshire Hathaway для финансирования инвестиций. *Прим. ред.*

- [6] Morningstar (NASDAQ: MORN) — рейтинговое агентство в США. Основано в 1984 г. Специализируется на сборе и анализе информации по взаимным инвестиционным фондам. *Прим. ред.*
- [7] Джон Клифтон «Джек» Богль (John Clifton «Jack» Bogle) основал компанию Vanguard Group, которая в настоящее время занимает второе место по размеру активов, представив в 1976 г. первый индексный фонд акций, по сути, явившийся прорывом в мировой экономике. Благодаря деятельности Джона Богля немало современных миллионеров сделали себе состояние на индексных фондах. *Прим. ред.*
- [8] Акции роста — акции компаний, имеющих хороший потенциал для будущего роста прибыли. *Прим. перев.*
- [9] Акции стоимости — акции, недооцененные на фондовом рынке. *Прим. перев.*
- [10] Roger G. Ibbotson and Paul D. Kaplan, «Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90 or 100 Percent of Performance?» *Financial Analysts Journal*, January/February 2000, pp. 26–33.
- [11] Gary P. Brinson, L. Randolph Hood, and Gilbert L. Beebower, «Determinants of Portfolio Performance», *Financial Analysts Journal*, July/August 1986.
- [12] Gary P. Brinson, L. Brian D. Singer, and Gilbert L. Beebower, «Determinants of Portfolio Performance II: An Update», *Financial Analysts Journal*, May/June 1991.

**[13]** Карл фон Клаузевиц (Karl von Clausewitz) (1780–1831) — немецкий военный теоретик и историк, генерал-майор прусской армии. Известный военный писатель, произведший своими сочинениями полный переворот в теории войны. Автор военно-исторических работ о войнах и походах с 1566 по 1815 гг. В основном труде «О войне» разработал многие принципы стратегии и тактики, сформулировал положение о войне как продолжении политики. *Прим. ред.*

**[14]** Гарри Макс Марковиц (англ. Harry Max Markowitz; род. 24 августа 1927 г., Чикаго) — выдающийся американский экономист (Калифорнийского университета, Сан-Диего); окончил Чикагский университет, степень доктора получил там же; основоположник современной портфельной теории; известен пионерской работой (Portfolio selection. Journal of Finance. Vol. VII, No. 1. March 1952), в которой предложил новый подход к исследованию эффектов риска распределения инвестиций, корреляции и диверсификации ожидаемых инвестиционных доходов; лауреат премии Альфреда Нобеля (1990) «за работы по теории финансовой экономики». *Прим. ред.*

**[15]** Harry Markowitz. Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments («Выбор портфеля: эффективная диверсификация инвестиций»), 1959.

**[16]** Линия, изображающая множество осуществимых эффективных портфелей; все портфели, находящиеся ниже этой линии, менее эффективны, выше — недостижимы. *Прим. перев.*

**[17]** Roger C. Gibson. Asset Allocation: Balancing Financial Risk (McGraw-Hill). Книга издана на русском языке: Гибсон Р. Формирование инвестиционного портфеля: управление финансовыми рисками. — М. : «Альпина Паблишер, 2008. *Прим. ред.*

**[18]** (Уэсли) Бранч Рики (1881–1965) — известный американский бейсбольный администратор, родился в городе Стокдейл, штат Огайо. *Прим. ред.*

- [19] См. предисловие. *Прим. ред.*
- [20] The Four Pillars of Investing by William Bernstein (McGraw-Hill) — книга на русский язык не переведена. *Прим. ред.*
- [21] Инвестиционный фонд, не взимающий комиссии ни при продаже своих паев инвесторам, ни при погашении паев. *Прим. перев.*
- [22] Инвестиционный фонд, который вкладывает средства в другие инвестиционные фонды. *Прим. перев.*
- [23] Rolf Banz, «The Relationship between Return and Market Value in Common Stocks», Journal of Financial Economics, vol. 9, 1981, pp. 3–18; Marc Reinganum, «Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings Yield and Market Values», Journal of Financial Economics, vol. 9, 1981, pp. 19–46.
- [24] Отношение рыночной цены акции ( $P = \text{Price}$ ) к чистой прибыли ( $E = \text{Earnings Ratios}$ ) компании в расчете на одну акцию за определенный период времени. *Прим. перев.*
- [25] Рассчитывается как отношение коэффициента «цена/прибыль» к прогнозируемому годовому темпу роста прибыли компании ( $G = \text{Growth}$ ). *Прим. перев.*
- [26] Benjamin Graham and David Dodd, Security Analysis, 4th rev. ed. New York: McGraw-Hill, 1972 (первоначально опубликована в 1934 г.).
- [27] Eugene Fama and Kenneth French, «The Cross-Section of Expected Stock Returns», Journal of Financial Economics, vol. 48, pp. 427–465, June 1992. Впоследствии появилась еще одна статья тех же авторов: «Common Risk Factors in the Return of Stocks and Bonds», Journal of Financial Economics, February 1993, vol. 33, no. 1, pp. 3–57.
- [28] Book-To-Market Ratio — коэффициент котировки акции, соотношение (рыночная) цена/балансовая стоимость. *Прим. ред.*
- [29] Сайт Кеннета Френча: <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/index>.

[html](#).

- [30] Ситуация, когда две или более компаний владеют акциями друг друга. *Прим. перев.*
- [31] Обзор исследований, посвященных надбавкам за размер и стиль в отношении акций иностранных компаний, приведен в книге Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, *Triumph of the Optimists, 101 Years of Global Investment Returns* (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2002).
- [32] Номинированные в долларах США облигации преимущественно латиноамериканских государств. Названы по имени секретаря Казначейства США Николаса Брейди, который продвигал оригинальное соглашение о сокращении долга развивающихся стран. *Прим. ред.*
- [33] Elroy Dimson, «A Perspective on Long-Term Real Estate Returns: United States», *Brandes Institute Journal*, April 2004, no. 1: 72–89.
- [34] Трансформация неликвидных активов в ценные бумаги. *Прим. перев.*
- [35] Vikas Agarwal and Naryan Naik, «Multi-Period Performance Persistence Analysis of Hedge Funds», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 35, no. 3, September 2000.
- [36] С этими данными можно ознакомиться на сайте: [www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm](http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm).
- [37] Роберт Джеймс Шиллер (англ. Robert James Shiller, род. 29 марта 1946 г., Детройт, США) — американский ученый-экономист, автор популярных книг по экономике. В настоящее время — профессор экономики Йельского университета им. Артура Оукена и научный сотрудник Йельского международного центра по финансам при Йельской школе менеджмента. С 1980 года — научный сотрудник Национального бюро экономических исследований. Роберт Шиллер основал фирму по инвестиционному управлению «MacroMarkets LLC» и является ее главным экономистом. *Прим. ред.*

- [38] Richard A. Ferri. Protecting Your Wealth in Good Times and Bad: Specific Investment Techniques for Various Stages in Life. April, 2003. Publisher: McGraw-Hill. *Прим. ред.*
- [39] Jacob S. Rugh, «Premium and Asset Allocation of Premium-Paying TIAA-CREF Participants as of March 31, 2004», TIAA-CREF Institute, [www.tiaa-crefinstitute.org](http://www.tiaa-crefinstitute.org).
- [40] Чтобы лучше уяснить этот процесс, прочитайте мою предыдущую книгу: Protecting Your Wealth in Good Times and Bad (New York: McGraw-Hill, 2003). Соответствующее объяснение можно также найти и в другой моей книге: Serious Money, Straight Talk about Investing for Retirement («Серьезные деньги, разговор напрямую об инвестировании в жизнь на пенсии») — ее можно бесплатно скачать на сайте: [www.PortfolioSolutions.com](http://www.PortfolioSolutions.com).
- [41] Olivia S. Mitchell and Stephen P. Utkus, Lessons from Behavioral Finance for Retirement Plan Design, Wharton School and Vanguard Center for Retirement Research, November 24, 2003.
- [42] Стоимость дополнительных услуг брокеров (например, аналитика), которая покрывается из общей суммы брокерской комиссии и фактически не приносит прибыли фирме. *Прим. ред.*
- [43] Пенсионный план для самостоятельно занятых лиц. *Прим. ред.*

## Над книгой работали

Ответственный редактор *Ольга Киселева*

Научный редактор *Александр Исаенков*

Литературные редакторы *Александр Исаенков, Елена Казаринова*

Художественный редактор *Алексей Богомолов*

Дизайн обложки *Сергей Хозин*

Верстка *Светлана Терентьева*

Корректоры *Мария Молчанова, Ярослава Терещенкова*

**Благодарим компанию NETTRADER.ru за поддержку выхода издания.**

**ООО «Манн, Иванов и Фербер»**

[mann-ivanov-ferber.ru](http://mann-ivanov-ferber.ru)

[facebook.com/mifbooks](https://facebook.com/mifbooks)

Электронная версия книги

подготовлена компанией Webkniga, 2013

[webkniga.ru](http://webkniga.ru)

## Разумное распределение активов

Как построить свой портфель с максимальной доходностью и минимальным риском

*Уильям Бернстайн*

The Intelligent Asset Allocator

How to Build Your Portfolio to Maximize Returns and Minimize Risk

William J. Bernstein



### **Тематика**

Фондовые рынки

### **О чем эта книга**

Перед вами новое издание книги, ставшей классикой для инвесторов во всем мире. Более 10 лет она помогает инвесторам минимизировать риски благодаря правильно составленным портфелям ценных бумаг. Проверенный не одним поколением жизненный принцип «не клади все яйца в одну корзину» позволяет не просто сгладить рыночные колебания, но и получить максимальную доходность.

Уильям Бернстайн подробно излагает теорию распределения активов, рассказывает об основных типах активов и приводит примеры различных диверсифицированных портфелей, наиболее выгодных с его точки зрения. Основой для его рекомендаций служат статистические данные динамики рынка за последние несколько десятилетий.

### **Для кого эта книга**

Для инвесторов, желающих улучшить результаты игры на рынке.

### **Почему мы решили издать эту книгу**

Такие книги обязательно должны быть на книжных полках, чтобы каждое новое поколение инвесторов могло воспользоваться опытом предшественников.

### **Об авторе**

Уильям Бернстайн — один из адептов современной теории портфелей, автор пяти финансовых бестселлеров.



## Миллион для моей дочери

### Пошаговый план накоплений

*Владимир Савенок*



### **Тематика**

Фондовые рынки

### **О чем эта книга**

Эта новая книга-тетрадь продолжает принцип, начатый книгами «Точки контакта» и «Возвращенцы»: в ней надо вести записи. Автор описывает, как создать, сохранить и преумножить личный капитал для вашего ребенка: с чего начать накопления, как сориентироваться в разнообразных финансовых инструментах, как защитить средства от инфляции. Все очень просто и подробно.

Вы изучаете книгу, по ходу повествования делаете в ней записи и расчеты, заполняете таблицы, а спустя несколько месяцев или лет возвращаетесь к этим заметкам и с удовольствием наблюдаете, как планомерно претворяется в жизнь задуманное — создается стартовый капитал для вашего ребенка, его личный фонд.

### **Для кого эта книга**

Для тех, кто планирует бюджет семьи и, независимо от уровня доходов, заботится о материальном благополучии близких и особенно детей.

### **Почему мы решили издать эту книгу**

Здесь все по-честному. Автор описывает собственный реально существующий план накопления миллиона для дочери Алисии.

### **Об авторе**

Владимир Савенок — первый финансовый консультант в России, инвестор, предприниматель, основатель и CEO консалтинговой группы «Личный капитал», преподаватель Высшей школы бизнеса МГУ им. М.В. Ломоносова. Автор нескольких бестселлеров по личным финансам.

20 лет практического опыта инвестирования, управления деньгами и оценки надежности компаний. Более 8 лет работы в банковской системе.

# Максимально полезные книги от издательства «Манн, Иванов и Фербер»

Наши электронные книги: <http://www.mann-ivanov-ferber.ru/ebooks/>

Заходите в гости: <http://www.mann-ivanov-ferber.ru/>

Наш блог: <http://blog.mann-ivanov-ferber.ru/>

Мы в Facebook: <http://www.facebook.com/mifbooks>

Мы ВКонтакте: <http://vk.com/mifbooks>

Наш Twitter: <https://twitter.com/mifbooks>

Дерево знаний:

<http://www.mann-ivanov-ferber.ru/promo/derevo-znaniy/>

Предложите нам книгу:

<http://www.mann-ivanov-ferber.ru/about/predlojite-nam-knigu/>

Ищем правильных коллег:

<http://www.mann-ivanov-ferber.ru/about/job/>

**Для корпоративных клиентов:**

Книги ищут поддержку:

<http://www.b2b.mann-ivanov-ferber.ru/sponsorship/promo/>

Корпоративная библиотека:

<http://www.b2b.mann-ivanov-ferber.ru/corp-library/>

# Оглавление

[Эту книгу хорошо дополняют](#)

[Другие книги из серии «Всё о ...»](#)

[Информация от издательства](#)

[Предисловие от партнера издания](#)

[Предисловие](#)

[Благодарности](#)

[Введение](#)

## **Часть I. Основы распределения активов**

[Глава 1. Планирование инвестиционного успеха](#)

[Глава 2. Что такое инвестиционный риск](#)

[Глава 3. Разбираемся в распределении активов](#)

[Глава 4. Инвестирование в несколько классов активов](#)

## **Часть II. Выбор классов активов**

[Глава 5. Модель выбора инвестиционных инструментов](#)

[Глава 6. Инвестирование в акции компаний США](#)

[Глава 7. Инвестиции в акции иностранных компаний](#)

[Глава 8. Инвестирование в ценные бумаги с фиксированной доходностью](#)

[Глава 9. Инвестирование в недвижимость](#)

[Глава 10. Альтернативные инвестиционные инструменты](#)

## **Часть III. Управление вашим собственным портфелем**

[Глава 11. Реалистические рыночные ожидания](#)

[Глава 12. Формирование портфеля](#)

[Глава 13. Как поведение инвестора влияет на решения по распределению активов](#)

[Глава 14. В каких случаях следует изменить распределение активов](#)

[Глава 15. Комиссионные расходы играют не последнюю роль](#)

[Приложение А](#)

[Приложение Б](#)

[Глоссарий](#)

[Об авторе](#)

[Над книгой работали](#)

[Книги, вышедшие в издательстве](#)

[Максимально полезные книги от издательства «Манн, Иванов и Фербер»](#)