

**RTS** БИРЖА

Дэвид Блитцер

# ПРЕВОСХОДЯ ПРОФЕССИОНАЛОВ

Как побить  
профи Уолл-стрит,  
используя индексы

 **альпина**  
ПАБЛИШЕРЗ

David M. Blitzer

# **Outpacing the Pros**

**Using Indexes to Beat Wall Street's Savviest  
Money Managers**

McGraw-Hill

Дэвид Блитцер

# Превосходя профессионалов

Как побить профи Уолл-стрит,  
используя индексы

*Перевод с английского*

**RTS** БИРЖА



**альпина**  
ПАБЛИШЕРЗ

Москва  
2009

УДК 336.76  
ББК 65.262.2  
Б69

Издано при содействии ОАО «РТС»

Переводчик И. Евстигнеева

Редактор В. Ионов

### Блитцер Д.

Б69 Превосходя профессионалов: Как побить профи Уолл-стрит, используя индексы / Дэвид Блитцер; Пер. с англ. — М.: Альпина Паблишерз, 2009. — 270 с.

ISBN 978-5-9614-1060-0

Любой индивидуальный инвестор имеет шанс переиграть профессиональных инвестиционных менеджеров, если будет внимательно следить за фондовыми индексами: S&P 500, Dow Jones, NASDAQ, RTS Index и пр. Индексы — это дорожные знаки, указатели направления, которые подсказывают, как сформировать оптимальный инвестиционный портфель и заработать деньги.

Автор — управляющий директор, главный специалист по инвестиционным стратегиям и председатель Индексного комитета по индексу S&P 500 компании Standard & Poor's — рассказывает о том, какие бывают индексы и стратегии инвестирования, описывает методику использования фондовых индексов для оценки акций и эффективности инвестиций и дает пошаговый подход к формированию инвестиционных портфелей на основе индексов. В предисловии, написанном автором специально для русского издания, не только приводится анализ событий последнего десятилетия вплоть до января 2009 г., но и рассматриваются ситуация на российском фондовом рынке и его перспективы.

Книга предназначена для индивидуальных инвесторов и широкого круга читателей, интересующихся вопросами инвестирования в акции и использования фондовых индексов.

УДК 336.76  
ББК 65.262.2

*Все права защищены. Никакая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, включая размещение в сети Интернет и в корпоративных сетях, а также запись в память ЭВМ для частного или публичного использования без письменного разрешения владельца авторских прав. По вопросу организации доступа к электронной библиотеке издательства обращайтесь по адресу [lib@nonfiction.ru](mailto:lib@nonfiction.ru).*

ISBN 978-5-9614-1060-0 (рус.)  
ISBN 0-945320-13-2 (англ.)

© The McGraw-Hill Companies, Inc., 2001  
© Издание на русском языке, перевод, оформление. ООО «Альпина Паблишерз», 2009

## Содержание

Вступление.....	9
Предисловие автора к русскому изданию.....	11
Предисловие .....	23
<b>ЧАСТЬ I. ФОНДОВЫЕ ИНДЕКСЫ: КЛЮЧ К УСПЕШНОМУ ИНВЕСТИРОВАНИЮ .....</b>	<b>27</b>
<b>Глава 1. Добро пожаловать на великий бычий рынок.....</b>	<b>29</b>
Последние 20 лет и последние 4 года: невероятный рост .....	29
Сегодня все мы инвесторы .....	33
Сколько стоит план 401(k) .....	35
Мы сами отвечаем за свое материальное благополучие .....	39
Как оценивать результаты .....	40
<b>Глава 2. Случалось ли подобное в прошлом .....</b>	<b>43</b>
Каждый бычий рынок по-своему уникален.....	43
Бычий рынок 1960-х гг. ....	45
Бычий рынок 1920-х гг. ....	50
<b>Глава 3. Истоки великого бычьего рынка.....</b>	<b>55</b>
<b>Глава 4. Оценка рынка .....</b>	<b>63</b>
Во что инвестировать, если бычий рынок продолжится .....	63
Может ли закончиться бычий рынок.....	64
Что делать, если бычий рынок закончился .....	66
<b>Глава 5. Что не надо делать на рынке .....</b>	<b>69</b>
Заблуждения, связанные с маркет-таймингом.....	69
Снижение рисков: сколько вкладывать в акции .....	71
Ключевой инструмент: фондовые индексы.....	72
<b>Глава 6. Реальные рынки.....</b>	<b>75</b>
Если конец близок... ..	77
История побед акций над облигациями .....	78

Лучше раньше, чем никогда .....	80
Стоит ли ждать краха.....	80
<b>Глава 7. Индексы как инструмент отслеживания рынка .....</b>	<b>83</b>
Индексы как эталонные индикаторы.....	85
<b>Глава 8. Кто есть кто среди индексов .....</b>	<b>91</b>
Эффект индекса.....	95
Ведущие игроки .....	96
Кто входит в Индексный комитет Standard & Poor's .....	97
<b>ЧАСТЬ II. ИНВЕСТИРУЕМ В ИНДЕКСЫ .....</b>	<b>107</b>
<b>Глава 9. Краткий курс современной истории фондового рынка .....</b>	<b>109</b>
История рынка с 1945 г. ....	110
Лучшие и худшие дни .....	114
S&P 500 и другие индикаторы.....	116
<b>Глава 10. Риск.....</b>	<b>117</b>
Снижение риска с помощью денежных инструментов.....	117
Снижение риска за счет временного фактора.....	121
Кредитное плечо как способ повышения риска .....	124
<b>Глава 11. Инструменты для инвесторов.....</b>	<b>127</b>
Взаимные фонды .....	127
Биржевые индексные фонды .....	131
Переменные аннуитеты и паевые инвестиционные трасты.....	133
<b>Глава 12. За пределами S&amp;P 500.....</b>	<b>135</b>
Рыночная капитализация .....	136
Рост или стоимость .....	139
Секторы экономики .....	142
Международное инвестирование .....	147
Волатильность и международная диверсификация .....	150
Развивающиеся рынки.....	151
<b>ЧАСТЬ III. ИНДЕКСЫ И ВЫБОР АКЦИЙ.....</b>	<b>153</b>
<b>Глава 13. Причины успеха индексирования .....</b>	<b>155</b>
Пусть победители растут .....	156
Низкая оборачиваемость.....	157

Диверсификация .....	158
Риски.....	160
Ликвидность, торговля и интерес аналитиков .....	160
Сказки о маркет-тайминге .....	161
Успех индексных фондов: краткий обзор уроков .....	162
<b>Глава 14. Модели рынка.....</b>	<b>163</b>
Рост и стоимость .....	164
Рыночная капитализация .....	167
<b>Глава 15. Модные идеи и веяния на фондовом рынке .....</b>	<b>171</b>
<b>Глава 16. Выбор акций на основе количественных показателей и фондовые индексы.....</b>	<b>177</b>
Прибыль на акцию .....	178
Коэффициент «цена/прибыль».....	180
Темпы роста прибылей .....	181
Коэффициент «цена / рост прибыли» .....	182
Коэффициент «цена / балансовая стоимость» .....	183
Коэффициент «цена/выручка» .....	184
Дивидендная доходность .....	185
Инерция и относительная сила .....	187
Совокупная доходность.....	188
Ориентиры, валюты и другие аспекты .....	189
<b>Глава 17. Перспективы рынка .....</b>	<b>193</b>
Фундаментальные факторы и стоимость.....	194
Психология .....	198
Модель на основе дивидендов и процентных ставок.....	200
<b>ЧАСТЬ IV. ФОРМИРОВАНИЕ ПОРТФЕЛЕЙ АКЦИЙ И ИНДЕКСЫ .....</b>	<b>205</b>
<b>Глава 18. Ключ к результативности: распределение активов.....</b>	<b>207</b>
Почему распределение активов так важно.....	207
Очень краткий экскурс в портфельную теорию Марковица .....	211
Что такое риск.....	212
Что такое доходность .....	214
Как найти свою точку на границе эффективности .....	215
Как определить свой инвестиционный горизонт.....	218
Теперь о риске .....	218
<b>Глава 19. Индивидуальный подход к распределению активов.....</b>	<b>221</b>
Акции компаний высокой капитализации из S&P 500 .....	222
Рост и стоимость .....	223

Акции компаний малой капитализации.....	224
Иностранные акции.....	226
Облигации.....	228
Денежные инструменты.....	230
<b>Глава 20. Четыре портфеля для четырех инвесторов.....</b>	<b>233</b>
Оценка долгосрочных доходностей в целях распределения активов.....	233
Консервативный портфель.....	238
Портфель с 10-летним инвестиционным горизонтом.....	239
Международный портфель.....	240
Агрессивный портфель.....	242
<b>Глава 21. Маркет-тайминг и другие мифы.....</b>	<b>247</b>
Маркет-тайминг.....	247
Истории о сезонных трендах.....	250
Рыночные аномалии.....	251
Возврат к среднему.....	252
Модели на основе цены и дивидендов и долгосрочная перспектива.....	253
<b>Глава 22. Индексное инвестирование: коротко и просто.....</b>	<b>257</b>
С чего начать.....	257
Пенсия... не просто откладываете, инвестируйте!.....	258
Негативный эффект инфляции.....	259
Всегда ли работает индексирование.....	259
Примечания.....	261
Об авторе.....	265
Предметный указатель.....	267



## Вступление

**Д**орогие читатели!  
Книга, которую вы держите в руках, написана одним из ведущих международных специалистов в области инвестирования в фондовые индексы и посвящена, пожалуй, одной из самых актуальных тем современного фондового рынка. В настоящий момент биржевые индексы стали не просто индикаторами движения акций на торговых площадках, но и показателем состояния экономики той или иной страны и полноценными финансовыми инструментами.

В мире самыми популярными биржевыми стратегиями являются те, в основе которых лежат индексные инструменты. Два года назад так стало и в России: в 2007 году у нас повторилась тенденция ведущих мировых рынков — фьючерсный контракт на индекс РТС стал самым ликвидным инструментом отечественного фондового рынка и с тех пор продолжает быть основной голубой фишкой российского рынка. Кроме того, фьючерс на индекс РТС уверенно входит в двадцатку наиболее торгуемых индексных деривативов в мире.

В связи с этим можно смело утверждать, что для России тема инвестирования в индексы очень важна. Даже в моменты высокой волатильности и нестабильности на международных финансовых рынках оборот торгов индексными контрактами, в том числе и в России, не только не уменьшался, но и показывал стабильный рост.

Убежден, что эта книга станет вашим помощником в мире индексных продуктов. Она написана простым и доступным языком и в равной степени будет интересна как новичкам, так и профессиональным трейдерам. Ее прочтение не отнимет у вас много времени и, я надеюсь, вызовет желание прийти на биржу и закрепить на практике то, что вы из нее узнаете!

*Роман Горюнов,  
председатель правления  
ОАО «Фондовая биржа РТС»*



## **Предисловие автора к русскому изданию**

**Э**та книга была написана в 1999–2000 гг. и адресована американским инвесторам. Но за последнее десятилетие экономическая ситуация во многих странах, финансовые рынки и мир в целом претерпели глубокие изменения. Не исключено, что многих читателей русского издания будут интересовать инвестиционные возможности в России, Европе и других странах мира, а вовсе не в США.

Когда зашла речь о подготовке русского издания в 2009 г., я подумал было об обновлении и о переработке некоторых разделов. Но после просмотра книги, стало ясно: многое из того, что было написано для американского рынка в 2000 г., по-прежнему актуально и может оказаться полезным для инвесторов в России, Европе и других странах. Полезнее был бы новый раздел, охватывающий произошедшие после написания книги события и акцентирующий внимание на ключевых идеях, которые востребованы сегодня и, будем надеяться, не потеряют значения завтра. Предисловие к русскому изданию и есть этот новый раздел.

В остальном же книга осталась без изменений, за исключением того, что теперь она выходит на русском языке. Возможно, с учетом времени, прошедшего с момента ее написания, и реалий российского рынка некоторые из представленных здесь концепций будут восприняты читателями в новом свете.

### **Десять лет назад**

Фондовый рынок США сегодня далеко не тот, что был всего 10 лет назад, — изменились ожидания, восприятие рисков, баланс между страхом и жадностью, а также объективные критерии результативности, волатильности и стоимости. Различия очень значительны и не ограничиваются простым переходом от сильнейшего бычьего рынка 1999 г. — начала 2000 г. к глубокому медвежьему рынку. Тогда и сегодня настроения, ожидания и объективные индикаторы были экстремальными. Хотя стратегии индексного инвестирования работают в обоих случаях, различия существуют, и инвесторы, рассматривающие возможность вложения денег в индекс, должны их хорошо понимать.

Десятилетие назад рынком правила эйфория. В 1999 г. одной из самых обсуждаемых книг на тему инвестиций была Dow 36 000<sup>1</sup> — книга, о которой сегодня многие инвесторы предпочли бы не вспоминать. Опубликованная в тот год, когда Dow Jones Industrial Average достиг отметки 10 375 пунктов, книга утверждала, что для долгосрочных инвесторов вкладывать деньги в акции не более рискованно, чем в казначейские облигации. Как показывали опросы инвесторов, люди ожидали от фондового рынка доходности в 10%, 15% и даже 20% годовых в обозримом будущем. Хотя сегодня такие ожидания кажутся нелепыми, за 10 лет с 1990 по 1999 г. совокупная доходность S&P 500 составила 18,2% годовых, а за 20 лет с 1980 по 1999 г. — 17,8% годовых.

Гораздо больше, чем цифры, могут сказать настроения американских инвесторов в 1999–2000 гг. — настроения, совершенно непохожие на ту обеспокоенность и страхи, которые мы наблюдаем в 2008–2009 гг. Как показывают вышеприведенные цифры, 20 лет вплоть до 2000 г. были очень благоприятными для фондового рынка и американской экономики в целом. И дело не только в высокой долгосрочной доходности, но и в том, что рынок столкнулся с рядом серьезных препятствий и успешно их преодолел. В октябре 1987 г. фондовый рынок пережил самое сильное дневное падение в XX веке, потеряв 20,5% своей стоимости (если брать S&P 500). Хотя обвал напугал инвесторов, рынок быстро восстановился — докризисные уровни были достигнуты менее чем за два года — и уверил всех в своей силе. Случались и другие резкие однодневные падения, а также более затяжные спады. Но всякий раз рынок возобновлял рост и с легкостью преодолевал прежние максимумы. Неудивительно, что принцип «когда рынок падает, умные инвесторы скупают акции» стал едва ли не аксиомой. На протяжении большей части 1990-х гг. говорить инвесторам о диверсификации — тема, которую я вскользь затрагиваю в этой книге, — было все равно, что говорить с глухими, поскольку их опыт свидетельствовал о том, что это не нужно и только ведет к дополнительным затратам.

Пытаясь предугадать, что готовит нам будущее, инвесторы часто полагаются на собственный опыт и недавнюю историю. Наверное, человеку свойственно надеяться на то, что завтра будет похожим на сегодня. До 2000–2002 гг. медвежий рынок наблюдался лишь в 1973–1974 гг., т. е. более 25 лет назад. Для большей части нынешнего поколения инвесторов это нечто связанное с историей, а не с личным опытом. Такое было давным-давно, когда буйствовала инфляция, страна увязла во Вьетнамской войне, персональных компьютеров не было и в помине, а люди не видели перспектив. Как оказалось, людьми, которые не видели перспектив, были инвесторы 2000, а не 1974 г. По иронии судьбы, сегодняшние настроения инвесторов гораздо ближе тем, что царили в 1973–1974 гг., а не 10 лет назад.

## **После 2000 г.**

За короткое время — с 1995 г., когда бычий тренд набрал силу, до 2008 г., т. е. всего за 13 лет, — фондовый рынок успел пережить два сильных взлета

и два не менее сильных падения. С начала 1995 г. до пика в марте 2000 г. S&P 500 поднялся на 233%, т. е. рос в среднем на 25,8% в год. Двигателями роста были акции технологических компаний, поднявшиеся на волне распространения Интернета и уверенности в том, что все связанное с компьютерами обречено на успех. Технологический сектор S&P 500, выросший за тот же период на 897%, потянул за собой весь индекс. Весной и летом 2000 г. эйфория на рынке технологических акций стала спадать. Бычий тренд сменился медвежьим, что в определенной мере было спровоцировано экономической рецессией 2001 г. и терактами 11 сентября в Нью-Йорке и Вашингтоне. Атаки террористов стали причиной самой длительной остановки торгов на фондовых биржах со времен Первой мировой войны.

Рынок достиг дна в октябре 2002 г. и развернулся. Пять лет спустя, в октябре 2007 г., акции превзошли максимумы марта 2000 г., и 9 октября 2007 г. S&P 500 достиг рекордной отметки 1565,15 пункта. Путь от дна до нового максимума занял пять лет, а с того момента, как был установлен предыдущий рекорд, прошло семь с половиной лет. Восстановление было довольно быстрым. После медвежьего рынка 1973–1974-х гг. рынку потребовалось на это восемь с половиной лет — максимум конца 1972 г. был превзойден только в середине 1980 г. Но больше всего времени для восстановления потребовалось после обвала 1929 г. — тогда рынку удалось выйти на докризисный уровень только в 1954 г., 25 лет спустя.

Главным героем бычьего рынка 1990-х гг. и последовавшего за ним медвежьего рынка 2000–2002 гг. был технологический сектор. Затем эстафета перешла к финансовому сектору, чье влияние на результаты S&P 500 заметно возросло. На протяжении 2000–2002 гг. акции финансовых компаний по доходности превосходили индекс, а их вес в расчетной базе индекса рос — с 12,9% в марте 2000 г. до 19,5% в октябре 2002 г. С того момента до октября 2007 г. и акции финансовых компаний, и S&P 500 выросли почти на 120%. Но в период с октября 2007 г. до конца 2008 г. финансовый сектор рухнул, и его вес в индексе упал до 13,3%. Зависимость фондового рынка от акций финансового сектора стала одной из причин его обвального падения, которое началось в конце 2007 г. и продолжалось до конца 2008 г. К тому моменту, когда я написал это предисловие (январь 2009 г.), рынок успел достичь минимума 20 ноября 2008 г., отскочить вверх, отыграв порядка 20%, и возобновить падение в январе 2009 г.

## **Рыночная эйфория**

Как показывает анализ прошлого (который является единственным эффективным способом прогнозирования рынка), бычий рынок 1990-х гг. подогревался растущей уверенностью людей в том, что новые технологии способны делать все из ничего и практически бесплатно. Хотя это звучит нелепо, именно так люди смотрели на технологические компании, особенно те, что

были связаны с Интернетом. А как иначе могли появиться компании стоимостью в десятки миллиардов долларов, которые ничего не производили и не продавали, а о прибыли даже и не мечтали?

Медвежий рынок 2000–2002 гг. вылечил эту эйфорию лишь затем, чтобы ей на смену пришла новая. Очередным объектом всеобщей мании стало жилье. На протяжении десятилетий, примерно со Второй мировой войны, правительство США поощряло частное домовладение и проводило политику, нацеленную на то, чтобы помочь людям покупать собственные дома. В основном она осуществлялась через поддержку ипотечного кредитования. Последние события на рынке недвижимости — не первый случай, когда ситуация выходит из-под контроля. В 1980-х гг. изменилось регулирование деятельности ссудо-сберегательных ассоциаций — специализированных банков, занимавшихся ипотечным кредитованием. Это привело к изменению условий кредитования, росту мошенничества и, в конце концов, глубокому кризису отрасли.

Последний мыльный пузырь на рынке недвижимости вырос на уверенности в том, что цены на жилье могут только расти и что собственный дом является лучшей инвестицией, вкуче со сверхщедрыми условиями ипотечного кредитования и сверхнизкими требованиями к заемщикам. Люди получали кредиты и покупали дома, которые они в действительности не могли себе позволить. В конце 2007 г., когда фондовый рынок устанавливал новые рекорды, началась волна дефолтов по ипотечным кредитам. Цены на недвижимость, которые на протяжении последних лет стремительно росли и достигли пика в 2006 г., в конце 2007 — начале 2008 г. начали стремительно падать.

Если крах технологического сектора, спровоцировавший медвежий рынок 2000–2002 гг., был по большому счету ограничен фондовым рынком, то силы, обрушившие рынок в 2008 г., выходят далеко за его пределы. Финансовая система — ключевая составляющая любой капиталистической экономики. Она обеспечивает накопление и распределение капитала, создает механизм регулирования процентных ставок, определяет стоимость активов. По сравнению с ней технологический сектор — всего лишь одна интересная отрасль, а не источник жизненной силы в экономике. Кризис финансовой системы повлек за собой резкое и глубокое падение фондового рынка. За 13 месяцев рынок потерял свой пятилетний (2002–2007 гг.) прирост и опустился ниже минимумов 2002 г., до уровней, на которых он находился в 1997 г.

## **Развивающиеся и развитые рынки**

Инвестиционные аналитики часто делят рынки на развитые, развивающиеся и пограничные. Хотя единых критериев и правил классификации не существует, идея в том, что при переходе от развитых рынков к развивающимся и к пограничным существенно возрастают риски и волатильность,

законодательная защита инвесторов ослабевает или вовсе исчезает, а требования к прозрачности корпоративной деятельности и раскрытию информации становятся менее строгими и совершенными. Практически все инвестиционные институты рассматривают США как развитый рынок, а Россию как ведущий развивающийся рынок. В последние годы многие инвесторы сосредоточили свое внимание на развивающихся рынках стран БРИК — Бразилии, России, Индии и Китая. Считается, что эти четыре рынка обладают высоким потенциалом и наиболее привлекательны для инвесторов.

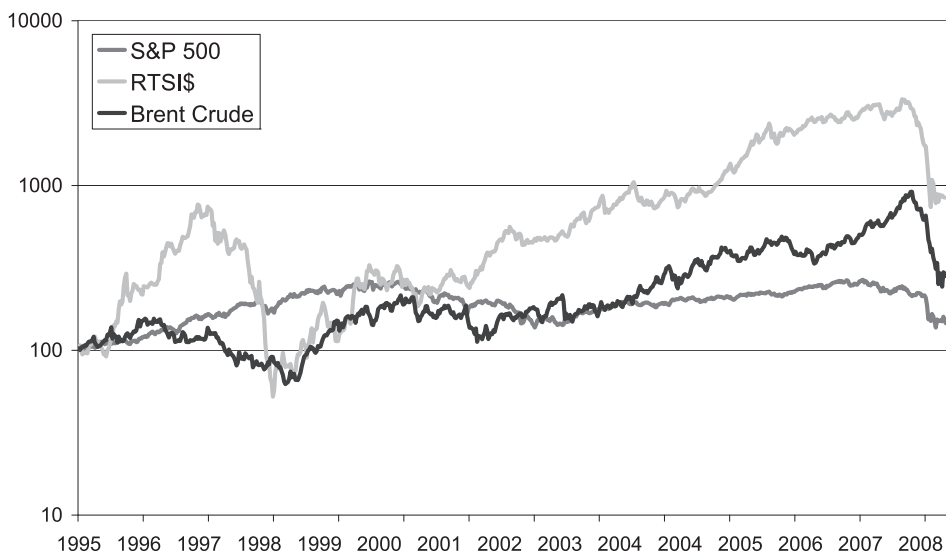
На примере рынков БРИК хорошо видны некоторые ключевые факторы, которые отличают развивающиеся рынки от развитых. Среди них можно назвать ограничения на иностранные инвестиции и движение капитала; девальвацию национальной валюты или кризисы; длительные периоды инфляции; высокий уровень государственного вмешательства, регулирования и участия в капиталах компаний; зависимость экономики от нескольких отраслей, отсутствие диверсифицированной экономической базы; неразвитую финансовую инфраструктуру. Разумеется, ни один из рынков не страдает всеми указанными недостатками одновременно, но большинство развивающихся рынков сталкиваются с тем или иным из вышперечисленного в какой-то момент. Более того, их история обычно довольно коротка — например, рынки Южной Кореи и Греции, которые сегодня считаются развитыми или почти развитыми, еще в 1970-е и 1980-е гг. относились к категории развивающихся.

Среди стран БРИК Бразилия отличается многолетней историей инфляции, которую удалось взять под контроль только в 1990-е гг., а также длительными периодами девальвации национальной валюты. Даже сегодня сохраняются опасения относительно ее монетарной политики, когда экономика начинает снижать темп. Китай сохраняет существенные ограничения на движение капитала, и акции большинства китайских компаний доступны только гражданам Китая или резидентам. Индия относительно недавно отошла от политики жесткого государственного регулирования и контроля, которая ограничивала рынки и корпоративные инвестиции, а через это сдерживала рост экономики в целом. Но в последние 10–15 лет экономическая политика Индии и Китая все больше приближается к экономической политике развитых капиталистических стран, что стимулирует рост их экономики. Наконец, для большинства развивающихся рынков характерно более значительное участие государства в капитале публичных компаний, чем на развитых рынках.

Значительные запасы природных ресурсов, особенно нефти и газа, обеспечивают хорошую поддержку российской экономике. Хотя это, безусловно, преимущество, фондовый рынок России слишком сильно зависит от энергетического сектора. Такая концентрация на единственном секторе типична для развивающихся рынков. Кроме того, как и в большинстве развивающихся стран, банковская и финансовая системы России ориентированы на обслуживание внутреннего рынка, а большая часть международных опера-

ций осуществляется глобальными банками, базирующимися в развитых странах.

Для инвесторов различия между развитыми и развивающимися рынками — это скорее различия между оттенками серого, нежели контраст между черным и белым. Как показал 2008 г., когда все фондовые рынки — развитые, развивающиеся и пограничные — обрушились почти одновременно, различия не так глубоки, как может казаться. Конечно, рынок и экономика, завязанные на одном секторе или отрасли, обычно более волатильны, чем диверсифицированный рынок с множеством сильных секторов. Точно так же в условиях значительного присутствия государства фондовый рынок может испытывать резкие колебания, движение цен и смену трендов под влиянием не только экономических, но и политических событий. Ограничения на иностранные инвестиции сужают базу акционеров, что делает фондовый рынок более восприимчивым к превратностям национальной экономики. Исходя из сказанного, можно предположить, что российский рынок подвержен более сильным подъемам и падениям, чем фондовый рынок США. Беглый взгляд на рис. 1, на котором представлена динамика индекса РТС, S&P 500 и цен на нефть, подтверждает, что российский рынок склонен к более сильным движениям, чем американский. Все три графика приведены к октябрю 1995 г., уровень которого принят за 100. Поскольку индекс РТС котируется в долларах США, а не в российских рублях, эффекты колебания валютных курсов не отражаются на графиках.



**Рис. 1.** Индекс РТС, S&P 500 и цена на нефть  
(состояние на 13 октября 1995 г. принято за 100, шкала полулогарифмическая)



## Уроки индексного инвестирования

Несмотря на то, что сегодня настроения инвесторов радикально изменились по сравнению с теми, что были в 1999–2000 гг., и несмотря на то, что читатели русского издания могут предпочесть для инвестирования российский фондовый рынок, а не рынок США, уроки индексного инвестирования, рассмотренные в этой книге, не теряют своего значения. Ниже мы кратко представим наиболее важные из них.

*Чего индексирование не гарантирует.* Прежде всего, в условиях, когда каждый на фондовом рынке ищет секретную тропу к богатству, следует помнить, что вложение денег в индекс не заставляет акции расти. Не гарантирует оно и того, что вы переиграете остальных инвесторов на рынке. Это не волшебная формула успеха. Инвестирование в индекс нужно рассматривать как способ участия в росте рынка и экономики в целом без гигантских расходов и без полного погружения в исследование рынка и управление инвестициями. Если рынок не растёт, например как в 2008 г., то мало какие инвестиционные стратегии, даже самые продвинутые, принесут прибыль. Более того, на фондовом рынке вообще никому и никогда не гарантирована прибыль.

*Что индексирование позволяет.* Покупка и владение диверсифицированным портфелем акций через индексный фонд позволяет снизить затраты и вознаграждение за управление инвестициями и одновременно получать результаты, близкие к среднерыночным. Согласно исследованиям Standard & Poor's на американском фондовом рынке индексные фонды опережают по доходности три из пяти активно управляемых взаимных фондов на протяжении любого периода более трех лет. Исследования на российском рынке с использованием индекса РТС показывают аналогичные результаты — большинству активно управляемых фондов не удастся переиграть индекс<sup>2</sup>. Кроме того, как свидетельствуют другие исследования американских рынков, мало кому из активных управляющих удастся стабильно показывать доходность выше среднерыночной. Если фонду удалось превзойти рынок в один год, его шансы сделать это на второй год ничуть не выше, чем у любого другого фонда. Хотя индексирование — не гарантия успеха, оно склоняет чашу весов в пользу инвестора.

Успех индексного инвестирования объясняется очень просто: низкие затраты. Все инвесторы, вкладывают ли они деньги в индексный фонд или в традиционный взаимный фонд, несут расходы, связанные с торговлей акциями, и платят вознаграждение за управление. Пассивное управление почти всегда обходится дешевле, чем активное: меньше торговых операций, ниже вознаграждение за управление. Индексный инвестор на американском рынке экономит 1%, а то и больше. Хотя эта цифра кажется незначительной, на рынке со среднегодовой доходностью 8% индексный инвестор стартует далеко впереди активных управляющих.

*Выбор акций.* Инвесторы, не вкладывающие деньги в индекс, делают ставку на то, что они или нанятый ими управляющий фондом сумеют выбрать из множества акций именно те, которые будут расти. Разумеется, ставка

делается также на то, что они сумеют выявить и избежать тех акций, которые будут падать. Хотя довольно многие находят акции-победители в тот или иной год, лишь единицам это удается делать на протяжении многих лет подряд. Несколько лет назад финансовая пресса в США писала об одном гениальном управляющем фондом, имевшем за плечами длинный список «побед» над S&P 500. Его фонд превосходил индекс на протяжении 13 лет, после чего попал в полосу неудач и в 2006 г. значительно уступил индексу. Каким бы удивительным ни казалось нам это явление, по теории вероятности таких управляющих должно быть больше, а не меньше. Если бы опережение индекса было делом случая, примерно половина управляющих фондами превосходила бы индекс в любом отдельно взятом году. И примерно один из 1000 менеджеров должен опережать индекс на протяжении 10 лет подряд<sup>3</sup>. В США существует несколько тысяч взаимных фондов, но ни один из них и близко не подошел к такому результату. Правильно выбрать акции очень сложно.

Стоит посмотреть на результаты акций, которые были включены или выведены из состава S&P 500 и других индексов S&P за время, которое я возглавляю Индексный комитет Standard & Poor's, и становится ясно, что выбор акций — невероятно трудная задача. Разумеется, акции включаются в индекс не потому, что кто-то ожидает от них выдающихся результатов. Тем не менее мой опыт отбора показывает, что многие из популярных акций нередко отстают от рынка, тогда как те, которые считались переоцененными и обреченными на падение, оказываются скрытыми лидерами.

*Маркет-тайминг.* Некоторые инвесторы не любят индексирование, потому что это предполагает постоянное присутствие на рынке. Они считают, что хороший управляющий способен предугадать падение рынка и продать, прежде чем акции пойдут вниз. Опыт 2008 г. говорит об обратном. Более того, для успешного маркет-тайминга инвестор должен оказаться правым не один, а два раза подряд и быть готовым идти против доминирующих на рынке мнений и настроений, что довольно трудно. Уйти вовремя с рынка — это здорово, но чтобы получить прибыль, нужно вовремя возвратиться на рынок. Точно так же, если войти на дне и не выйти вблизи максимума, то недавняя прибыль сменится текущими убытками. Вот почему я говорю о том, что угадать нужно два раза подряд.

Любой успешный ход в маркет-тайминге должен быть сделан до того, как большинство инвесторов увидит, что вскоре произойдет. Если ждать, пока все бросятся покупать, то цены взлетят, и будет поздно. То же самое верно и для продажи. Вот почему успешный маркет-таймер должен идти впереди толпы и даже против нее, когда большинство считает, что он ошибается и обрекает себя на потери. Идти против толпы не так легко, как кажется. Обычно это требует твердой уверенности в собственной правоте.

*Эффективность рынка.* В среде экономистов и финансистов не прекращаются споры о том, является ли фондовый рынок «эффективным». События, произошедшие после 2000 г., лишь подогрели эти споры. Под эффективным понимается рынок, где вся доступная информация мгновенно и полностью

отражается в ценах, а поскольку не существует никакой исключительной информации, которую мог бы получить и использовать инвестор, бессмысленно пытаться прогнозировать движение цен и переиграть рынок. Инвестиционный успех или неудача — дело случая, а не инвестиционного анализа и мастерства. Как доказательство гипотезы эффективного рынка часто приводятся хорошие результаты индексных фондов и плохие результаты активных инвесторов. Однако успех индексного инвестирования не является неопровержимым и окончательным доказательством эффективности рынков. Во-первых, как отмечено выше, стоимость стратегии индексного инвестирования часто значительно ниже, чем стоимость других стратегий, и уже одна эта разница может объяснить более высокие результаты индексных фондов. Во-вторых, даже если оставить в стороне затраты, активные управляющие могут сталкиваться с другими трудностями.

Медвежий рынок 2000–2002 гг., наступивший вслед за лопнувшим пузырем в технологическом секторе, и обвал рынка в 2008 г. рассматриваются многими как доказательство неэффективности рынков. Если рыночные цены отражали всю релевантную информацию, как могло так случиться — и чем можно объяснить тот факт — что за считанные месяцы они падали и росли на 50%? Так появилась новая концепция горизонтально и вертикально эффективных рынков. Фондовый рынок является горизонтально эффективным в том смысле, что выбор акций очень труден и индексное инвестирование, пассивно повторяющее рынок, показывает лучшие результаты, чем стратегии выбора акций. Проще говоря, очень сложно выбрать правильные акции в правильный момент. В то же время рынок не является вертикально эффективным — он переживает бумы и крахи, которые уводят цены большинства или всех акций далеко от их справедливой стоимости, обусловленной фундаментальными показателями компаний. Технологический бум 1990-х гг., медвежий рынок 2000–2002 гг. и кредитный кризис 2008 г. подтверждают вертикальную неэффективность рынка, тогда как успехи индексирования являются сильным аргументом в поддержку горизонтальной эффективности.

*Дивиденды.* В большинстве исследований рынка и индексного инвестирования фигурирует совокупная доходность — комбинация движения цены и дивидендов. И прирост капитала за счет движения цены, и дивидендные выплаты являются денежным доходом инвестора, поэтому учитывать необходимо и то, и другое. Когда рынок стремительно растет, инвесторы часто игнорируют дивиденды или забывают про них. Но они имеют значение, и иногда более существенное, чем движения цены. На падающем рынке дивиденды обеспечивают инвесторам некоторую защиту. Кроме того, они могут быть красноречивыми сигналами, особенно на рынках, где инвесторы не полностью доверяют существующим правилам бухучета и документам. Выплата дивидендов означает, что компания зарабатывает реальные деньги и возвращает их акционерам, а не просто делает заявления о своих успехах. Некоторые инвесторы считают именно дивиденды, а не прибыль и другие учетные показатели подлинным индикатором результативности компании.

## Новые идеи в области индексного инвестирования

С 2000 г. появились новые веяния в сфере индексного инвестирования, которые заслуживают упоминания уже потому, что читатели могли слышать о них. Пожалуй, самая обсуждаемая концепция — «фундаментальное индексирование». Большинство индексов и инвестиционных портфелей на базе индексов взвешиваются по рыночной капитализации, т. е. вес акции в индексе пропорционален рыночной стоимости эмитента. Например, если рыночная капитализация ExxonMobil составляет 5% от суммарной рыночной капитализации всех компаний в S&P 500, значит 5% средств в инвестиционном портфеле, привязанном к S&P 500, вкладываются в ExxonMobil. Таким образом, индекс отражает рынок — статистические характеристики индексного портфеля аналогичны статистическим характеристикам рыночного портфеля.

По мнению сторонников фундаментального индексирования, есть более подходящий способ выстраивания индекса. Их главный аргумент состоит в том, что одни акции являются переоцененными, а другие недооцененными. При взвешивании по рыночной капитализации слишком много денег вкладывается в переоцененные акции и слишком мало в недооцененные. Альтернатива — использовать для взвешивания какой-то другой показатель в дополнение к рыночной капитализации. Это могут быть доходы, прибыли, балансовая стоимость или количество работников. Если взять взвешенный по капитализации индекс и перевзвесить по какому-нибудь фундаментальному показателю, обычно повышается вес акций более мелких компаний и акций стоимости. (Акции стоимости — акции с относительно высокой дивидендной доходностью и отношением «балансовая стоимость/цена».) Исследования фондового рынка показывают, что повышение веса акций мелких компаний и акций стоимости улучшает результаты в некоторые периоды, хотя, возможно, при повышении рисков. Это и есть цель фундаментального индексирования.

Еще один недостаток фундаментального индексирования связан с невозможностью точно определить, является ли акция переоцененной. Случается, что акции с высокой ценой, т. е. предположительно переоцененные, на деле оказываются недооцененными и растут быстрее рынка. Более того, как говорилось выше, если рынок не является вертикально эффективным, то на нем бывают периоды, когда все акции переоценены, и периоды, когда все они недооценены. Фундаментальное индексирование не будет работать ни в том, ни в другом случае.

## Рынок в 2008 г.

Как бы нам ни хотелось забыть про фондовый рынок в 2008 г., сказать о нем пару слов все же необходимо. Главным событием 2008 г. стал глубочайший финансовый и банковский кризис, охвативший США и весь мир. Он был

спровоцирован взлетом цен на жилье и практикой ипотечного кредитования в США и некоторых западноевропейских странах. В результате мы получили классический банковский кризис. Одно из лучших описаний подобного явления было дано 140 лет назад и касалось Великобритании в 1860-е гг.<sup>4</sup> Банковский кризис порождает на всех финансовых рынках, в том числе и фондовых, страх, который берет верх над жадностью и рациональным анализом. Инвесторы ищут надежности и только надежности и поспешно переходят на денежные инструменты или то, что представляется им столь же надежным, как деньги. В 2008 г. для многих инвесторов во многих странах надежность означала владение американскими казначейскими бумагами. В результате возросшего спроса процентные ставки по казначейским бумагам резко упали, а американский доллар вырос по отношению к другим ведущим валютам, особенно британскому фунту и евро. Инвесторы лишились последней «тихой гавани». Но даже на катастрофическом рынке 2008 г. индексирование было лучшим вариантом, чем многие другие стратегии.

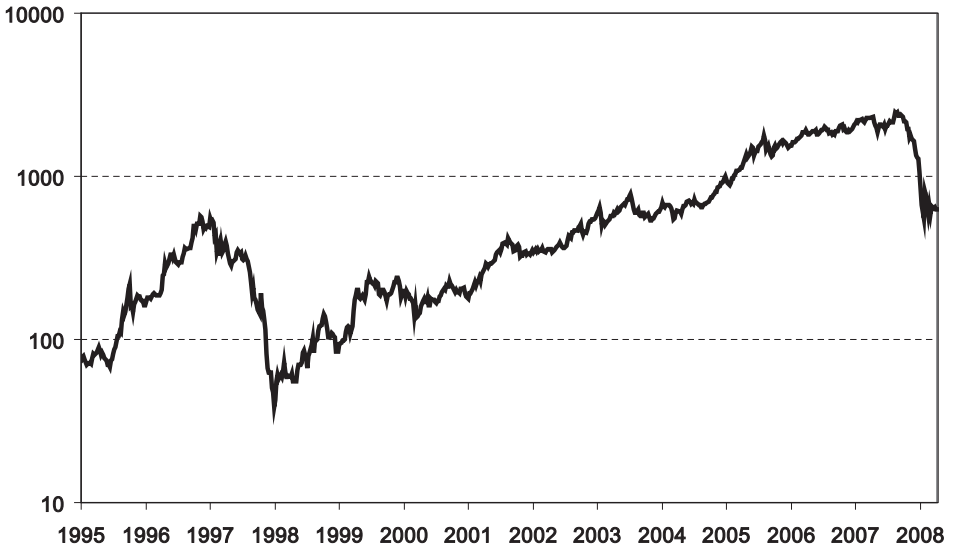
Глядя на ситуацию 2008 г., некоторые аналитики утверждают, что рекомендация диверсифицировать портфель по различным классам активов и рынкам оказалась несостоятельной. Это не так — в период банковского кризиса 2008 г. проигрышными оказались все стратегии. Но на большинстве рынков львиную долю времени диверсификация, как и индексирование, является разумным инвестиционным подходом.

## Российский фондовый рынок

Начиная с 1995 г. российский фондовый рынок испытывал значительные колебания под влиянием движения цен на нефть, курса рубля по отношению к доллару, изменения государственного долга и тенденций на глобальных финансовых рынках. На рис. 1 показана динамика индекса РТС, измеряемого в долларах США, с октября 1995 г. по первую неделю 2009 г. Два других графика отражают динамику цен на нефть и индекса S&P 500. (Все три графика приведены к 13 октября 1995 г., уровень которого принят за 100.)

Подъем 1996–1997 гг. и последующее падение отражают первые шаги российского фондового рынка в условиях либерализации экономики. Резкий откат вниз соответствует дефолту 1998 г. На графике также виден устойчивый рост на протяжении последнего десятилетия, связанный с ростом цен на нефть и газ. Как видите, между индексом РТС (RTIS\$) и S&P 500 нет сильной корреляции в рассматриваемый период. Коэффициент корреляции на недельных интервалах не превышает 36%.

На рис. 1 недавнее падение индекса РТС выглядит более глубоким и резким, чем падение в 1998 г. Это скорее эффект шкалы, а не отражение реальности. На рис. 2 использована полулогарифмическая, а не линейная шкала. На этом графике хорошо видно, что падение в 1998 г. глубже текущего. В 1998 г. индекс в сумме потерял 93% своей стоимости, тогда как в 2008 г. всего 74%.



**Рис. 2.** Индекс РТС

Будущие движения российского фондового рынка и других мировых фондовых рынков будут зависеть от результатов деятельности компаний, ситуации с ключевыми ресурсами, включая цены на нефть, и успешности преодоления глобального кредитного кризиса.

*Д-р Дэвид Блитцер  
Январь, 2009 г.*

## Предисловие

**И**зучающий историю конца XX века в нескончаемой череде событий не может не обратить внимания на два факта: великий бычий рынок 1990-х гг. и то, что все мы стали инвесторами. Кто-то стал инвестором ради острых ощущений, кто-то ради возможности заработать деньги, кто-то ради того, чтобы было о чем рассказать на вечеринках. Но большинство сделало это, чтобы обеспечить себе достойное будущее. Последние два десятилетия XX века всем показали, что ни государство, ни частные компании не гарантируют нам благосостояния сегодня и обеспеченной старости завтра. Экономический урок конца XX века, одинаково верный для США, стран Европы, Азии и любой другой страны, ясно говорит о том, что каждый должен обеспечивать себя сам путем инвестирования.

Наши предки в XIX веке и их прародители не сомневались в том, что каждый должен заботиться о себе сам. Разумеется, до конца XVIII — начала XIX века в большинстве стран мира не существовало ни среднего класса в нынешнем понимании, ни беби-бумеров и лишь единицы располагали достаточным состоянием, чтобы задумываться о таких вещах, как инвестиции, выход на пенсию и передача накопленного по наследству. В XX веке ситуация радикально изменилась. Пенсионное обеспечение, социальная защита, инвестиции стали реальностью для многих. В середине XX века вера в социальный прогресс достигла такой степени, что многие вообразили, будто забота о нашем пенсионном обеспечении — это дело государства и компаний. Однако к концу столетия стало ясно, если мы хотим после выхода на пенсию сохранить желаемый уровень жизни, нам нужно брать дело в свои руки. Так мы стали инвесторами.

Это произошло в удачный момент: конец XX века подарил нам преимущества бычьего рынка 1990-х гг. — самого сильного бычьего рынка столетия.

На этом рынке был реализован широчайший спектр старых и новых инвестиционных стратегий, идей и инструментов. С одной стороны, распространение получила внутридневная торговля — сочетание компьютерных технологий, гиперактивности и вечного стремления переиграть рынок. Люди отказывались от постоянной работы, арендовали место за компьютером и проигрывали целые состояния. В технологическом смысле они далеко ушли от спекулянтов и брокеров позапрошлого века, но их результаты были не лучше. С другой стороны, 1990-е гг. ознаменовались признанием фондовых

индексов как инструмента слежения за результатами инвестирования, выбора объектов вложения и, самое главное, выстраивания успешной инвестиционной стратегии.

Фондовый индекс, такой как S&P 500 или Dow Jones, — это портфель акций, представляющий весь рынок или же его часть. Для его создания необходим список акций, план по обновлению этого списка и механизм превращения списка в портфель. Наиболее популярным индексом среди инвесторов в США является S&P 500. В 1976 г. компания The Vanguard Group создала первый доступный широкой публике индексный взаимный фонд Vanguard 500 Index Fund. В портфель фонда входили те же акции, что и в индекс S&P 500, и в том же соотношении. Доходность такого фонда должна была соответствовать доходности базового индекса.

Поначалу идею индексных фондов не приняли всерьез. Их сочли спасательным кругом для тех, кто не хочет или не умеет думать, а также для тех, кто согласен быть середнячком. Индексные фонды воспринимались как синоним заурядных результатов. История доказала обратное. За период с сентября 1976 г. по декабрь 1999 г. годовая совокупная доходность Vanguard 500 Index Trust составила 15,85%, что очень близко к 16,22-процентной доходности S&P 500<sup>5</sup>. Мало кто из инвесторов сумел превзойти этот показатель на столь продолжительном отрезке времени. Некоторым удавалось опережать индекс на протяжении нескольких лет, однако, пожалуй, только Уоррен Баффетт может похвастаться более высокой совокупной доходностью на протяжении 24 лет<sup>6</sup>. Если считать популярность мерой успеха, следует заметить, что в настоящее время Vanguard 500 Index Trust является вторым по величине взаимным фондом в США. В целом же по оценкам экспертов сегодня к индексу S&P 500 привязано от 5 до 10% всех инвестированных на фондовом рынке активов.

Сложно сказать, какой части инвестиционных менеджеров удается — или не удается — переиграть индекс S&P 500. Во-первых, трудно сосчитать всех инвестиционных менеджеров, работающих на рынке, и оценить результаты их деятельности. Во-вторых, многие утверждают, что играют в другую игру и не пытаются соперничать с индексом. (Хотя некоторые считают, и небезосновательно, что аргумент «другой игры» является плохим оправданием низких результатов.) Тем не менее, по имеющимся данным, примерно двум третям всех инвестиционных менеджеров не удастся переигрывать индекс на протяжении более или менее длительного времени, скажем, несколько лет подряд. Выигрыши и проигрыши в пределах недели или месяца представляют мало интереса, поскольку речь идет о долгосрочной игре. Бывают удачные годы, когда две трети менеджеров показывают лучшие результаты, чем индекс, но случаются и неудачные годы, когда число таких «победителей» не превышает 10%. Таким образом, вложение денег в индекс не стоит рассматривать как синоним заурядной доходности. В долгосрочной перспективе индексное инвестирование оказывается выигрышной стратегией. Более того, в обычных взаимных фондах управление средствами стоит в три-пять раз дороже, чем в индексных фондах.



Эта книга рассказывает о том, как инвестировать в фондовые индексы и зарабатывать на них деньги. Не важно, что вы собираетесь делать — приобрести пай в индексном фонде и сидеть сложа руки, наблюдая за результатами, или выбрать портфель акций с расчетом превзойти рынок, т. е. индекс, — вам в любом случае нужно понимать, что такое индексы. Индексы — это дорожные знаки, указатели направления и дорожные карты в инвестировании. В любой автомобильной поездке, от короткой экскурсии до длительного путешествия, умение разбираться в дорожных картах никогда не бывает лишним. Разумеется, некоторым удастся попасть в пункт назначения и без карты только благодаря интуиции и счастливой случайности, но большинство сбивается с дороги. А потеря направления в инвестировании, как правило, обходится очень дорого.

Эта книга состоит из четырех частей. Часть I посвящена фондовым индексам и инвестированию в целом. Если вы — активный инвестор, отслеживающий динамику фондового рынка на ежедневной и еженедельной основе, многое из сказанного в ней уже знакомо вам. Но даже тем из нас, кто изо дня в день кружится в водовороте биржевой торговли, полезно время от времени взглянуть на ситуацию в перспективе. Также в первой части приводится краткая история бычьего рынка 1990-х гг. и раскрываются некоторые причины наших удач в последние годы. Часть II адресована тем, кто хочет использовать индексы как инструмент инвестирования. Здесь исследуется динамика индексов в прошлом, рассматриваются различные индексы и способы их использования при инвестировании на фондовом рынке. Одни индексы демонстрируют более высокие результаты, чем другие, и некоторые инвестиционные продукты на основе индексов лучше подходят одним инвесторам, чем другим. Именно здесь у сторонников индексного инвестирования есть простор для творчества.

Разумеется, не все хотят вкладывать деньги в индексные фонды. Даже те инвесторы, которые владеют паями индексных фондов, часть денег могут инвестировать в другие инструменты. Для них в части III показано, как использовать фондовые индексы для оценки акций и эффективности инвестиций. Индексы несут много полезной информации о рынке и его доходности. Умение понять и применить эту информацию критически важно для правильного выбора акций. Наконец, часть IV рассказывает о том, как перейти от теории и истории к практике. В ней представлен пошаговый подход к формированию портфелей на основе индексов.

Когда-то люди полагали, что любая книга, проделавшая путь от рукописи к изданию в красивой обложке, достойна того, чтобы ее прочитать. Сегодня читатели хотят знать, что лежит в основе книги и кто ее автор. Думаю, читателям этой книги небезынтересно будет узнать, например, что ее автор работает в компании, имеющей дело с фондовыми индексами и фондовым рынком в целом. Я являюсь главным специалистом по инвестиционным стратегиям и директором Quantitative Services, подразделения агентства Standard & Poor's (или просто S&P). Кроме того, я возглавляю Индексный

комитет, группу, которая формирует индексы Standard & Poor's, в том числе и S&P 500. Хотим ли мы, чтобы индекс работал эффективно? Да. Хотим ли мы, чтобы люди доверяли индексу? Несомненно. Хотим ли мы, чтобы люди инвестировали в индекс S&P 500? Да. Является ли S&P 500 единственным индексом? Определенно, нет. В этой книге мы рассмотрим Dow Jones и другие индексы. Мы поговорим о рынках, где индексы S&P не самые популярные или вообще не используются. Естественно, у меня, как у человека, имеющего непосредственное отношение к индексам, в частности к индексу S&P 500, сложилось свое представление о них. Но гораздо важнее то, что я понимаю индексы, знаю, как они работают и почему. Свое видение и понимание я постарался изложить в последующих главах. И последнее признание: агентство Standard & Poor's является подразделением корпорации The McGraw-Hill Companies, Inc., как и издательство, опубликовавшее эту книгу.

*Дэвид Блитцер*

## ЧАСТЬ I

# ФОНДОВЫЕ ИНДЕКСЫ: КЛЮЧ К УСПЕШНОМУ ИНВЕСТИРОВАНИЮ

**Е**сли только инвестор не проспал вторую половину 1990-х гг., он знает, насколько блестящими оказались эти годы для экономики США и американского фондового рынка. Было ли это результатом новой экономики или мощнейшего бычьего тренда, но цифры впечатляли и демонстрировали инвестиционный успех и материальное благополучие. Многие из тех, кто еще 10 лет назад был малоинтересованным наблюдателем, в последние годы стали инвесторами. Одних привлекла потрясающая положительная динамика рынка, других заставила необходимость управления счетами 401 (k), индивидуальными пенсионными планами и собственным финансовым будущим.

Часть I книги мы начнем с предыстории нашего рыночного успеха и рассмотрим динамику фондового рынка в конце 1990-х гг., ее истоки и изменения в начале нового тысячелетия. В этом контексте важно ответить на вопрос, является ли нынешний рынок беспрецедентным. В принципе назвать его беспрецедентным нельзя, но каждый бычий рынок по-своему уникален. Мы рассмотрим два других знаменитых подъема рынка 1920-х и 1960-х гг., после чего обратимся к более сложным и актуальным вопросам — каковы причины бычьего рынка и что делать, когда он заканчивается. В связи с этим будет затронута еще одна важная тема — оценка и контроль инвестиционных рисков.

Любые исторические результаты и особенно результаты инвестирования можно анализировать только в том случае, если эти результаты можно измерить. Вот где в игру вступают индексы. Индексы — это ключевые инструменты, позволяющие определять направление и скорость движения рынка, оценивать успешность инвестиций и в итоге принимать правильные инвестиционные решения. В конце части I мы познакомимся с фондовыми индексами и обсудим, как их использовать для оценки рынка. В последнем разделе части I предлагается краткий обзор «кто есть кто» среди фондовых индексов.



## Глава 1



# Добро пожаловать на великий бычий рынок

*Сегодня все мы инвесторы*

### Последние 20 лет и последние 4 года: невероятный рост

**И**нвестиционный опыт тех, кому меньше 40 лет, начинается с 1982 г. Для них бычий рынок последних двух десятилетий кажется совершенно естественным явлением — это единственное, что они видели. Но для старшего поколения и для тех, кто интересуется прошлым фондового рынка, происходящее в последние два десятилетия близко к невероятному. На протяжении большей части современной истории (1926–1999 гг.) среднегодовая доходность акций составляла 13%. За период с 1982 по 1999 г. этот показатель вырос до 18%, а в последние пять лет с 1995 по 1999 г. достиг рекордных 29%. Это лучшее пятилетие за всю историю фондового рынка, что отчасти объясняет, почему указанные результаты столь высоки. Кроме того, эти показатели приведены без учета инфляции, которая за последние 30 лет в среднем составляла 5%.

Лучшее время для покупки акций — когда акции очень дешевы, а не когда все советуют вкладывать деньги в фондовый рынок. Разумеется, сложно сказать заранее, будет ли сегодняшняя цена казаться низкой завтра. Как свидетельствует история, лето 1982 г. было одним из полдюжины лучших моментов для покупки акций в XX веке. Летом 1999 г. промышленный индекс Dow Jones достиг отметки почти в 11 000 пунктов, S&P 500 — 1350 пунктов.

Для сравнения: 30 июля 1982 г. Dow составлял 808,6, а S&P 500 — 107,09 пункта. Сегодня эти уровни кажутся такими низкими, что в них трудно поверить. Стоит ли удивляться, что на волне столь фантастического бычьего тренда мы все стали инвесторами и оптимистами?

Если кто-то вложил деньги в акции в 1926 г., то среднегодовая доходность его вложений на конец 1999 г. составила 13,7% с учетом инфляции. Но с 1926 по 1981 г. он зарабатывал бы всего по 11,5%, тогда как в период с 1982 по 1999 г. — по 18,5%. Если последние 20 лет считать невероятными, то последние четыре или пять лет невероятны вдвойне. С 1926 по 1999 г. один год из каждых трех лет оказывался убыточным для инвесторов. С 1982 по 1999 г. такой год случился всего один раз (1990 г.). Даже 1987 г. с его черным понедельником в итоге закончился в плюсе. Другими словами, мы переживаем самый мощный и устойчивый бычий тренд за всю историю фондового рынка.

В последние годы рост рынка еще больше ускорился. Пятилетний период с наивысшей доходностью пришелся на 1995–1999 гг., когда совокупная годовая доходность составила 28,5%. Конечно, пятилетие, начиная с июня 1932 г., принесло еще более высокую доходность — 36,2%, но ведь 1932 г. был худшим годом Великой депрессии: к этому времени акции в сумме потеряли около 80% своей стоимости. Период с 1995 по 1999 г. также был единственным, когда пять лет кряду доходность превышала 20%, а точнее 23%. Посмотрите на рис. 1-1, на котором представлена годовая доходность индекса S&P 500, начиная с 1926 г. Единственное пятилетие, где кривая держится выше отметки 20%, — это 1995–1999 гг. Почти такой же результат рынок приносил в 1940-е гг., а в течение двух лет из трех в начале 1930-х гг. демонстрировал доходность выше 40%, но за этим последовала Вторая мировая война и Великая депрессия. Короче говоря, все указывает на то, что во

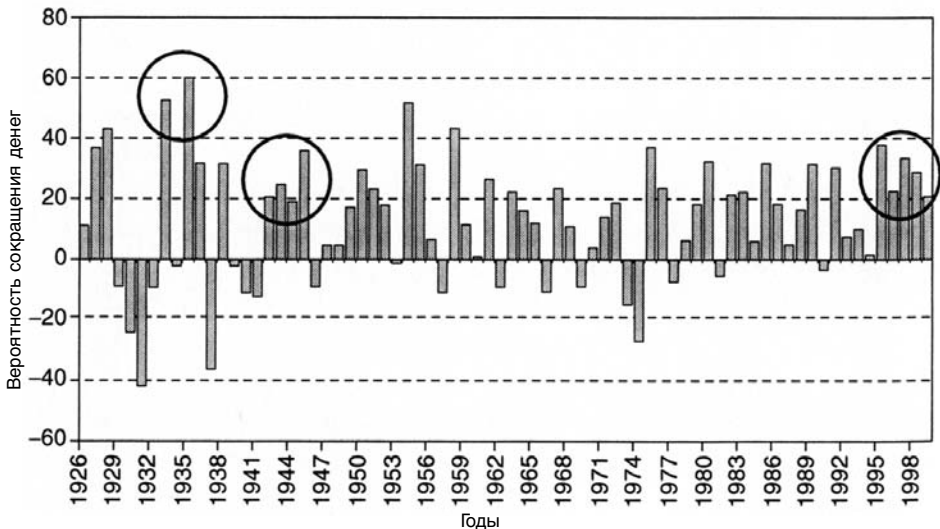


Рис. 1-1. Годовая доходность S&P 500, 1926–1999 гг.

второй половине 1990-х гг. мы стали свидетелями величайшего роста за всю историю фондового рынка.

Конечно, 1990-е гг. — это прошлое, а инвестировать — значит смотреть в будущее. Как известно, ничто не длится вечно, в том числе и бычьи рынки. Но прежде чем делать вывод, что поезд уже ушел, что на какое-то время нам следует забыть о таких вещах, как инвестиции, владение акциями, вложение денег и инвестиционный доход, необходимо рассмотреть несколько важных аспектов современного фондового рынка и современной экономики. В 1987 г., когда произошел обвал рынка, газеты стали проводить параллели с 1929 г., сея панические настроения в рядах инвесторов. Те же, кто продолжал держать акции, были вознаграждены в середине 1988 г., когда рынок вернул утраченные позиции и пошел вверх. В декабре 1996 г. глава Федеральной резервной системы (ФРС) Алан Гринспен высказал опасения по поводу того, что фондовый рынок перегрет и инвесторы проявляют «иррациональный оптимизм». Уолл-стрит тоже выражала тревогу по этому поводу, но с тех пор акции выросли в цене более чем в два раза. До настоящего момента рынок не оправдал негативных прогнозов, однако это не гарантирует, что так будет продолжаться и дальше.

От 1990-х гг. нам остались в наследство не только растущие цены акций. Куда более весомое наследство для экономики представляет расцвет интернет- и информационных технологий. Это сочетание получило название «новой экономики», которая в представлении многих ассоциируется с бескризисным развитием и всеобщим процветанием. Разумеется, далеко не все обещанные возможности Интернета в итоге станут реальностью, однако экономическая среда с приходом Интернета необратимо изменилась и продолжает меняться. Наряду с Интернетом, растущая роль информационных технологий стала одним из тех ключевых факторов, которые лежат в основе длительного бычьего рынка и продолжительного экономического роста. И такое положение дел не изменится за один день или даже за десятилетие.

Иногда бычьи рынки заканчиваются крахом и многолетним медвежьим трендом. Пожалуй, самый печально известный пример — бычий рынок 1920-х гг., за которым последовала Великая депрессия и падение стоимости акций на 80% по сравнению с пиком, достигнутым в 1929 г. Вслед за динамичным ростом 1960-х гг. наступил медвежий рынок 1973–1975 гг. и нефтяной кризис — с декабря 1972 г. по декабрь 1974 г. акции потеряли 37% стоимости. Судя по всему, чтобы начался настоящий медвежий рынок, необходимо совпадение двух условий — очень высоких цен на рынке акций и экономического спада. В 1929–1932 гг. экономика переживала глубокий кризис, безработица выросла до 25%. В 1973–1975 гг. произошел резкий скачок цен на нефть, снизилось производство, и уровень безработицы взлетел на самую высокую отметку после 1930-х гг. Таким образом, если вы предполагаете, что на текущем бычьем рынке время для инвестиций уже прошло, вам нужно доказать две вещи: то, что цены на рынке акций чрезмерно раздуты, и то, что экономика стоит на пороге спада.

Но главная причина, по которой нужно инвестировать сейчас, — это вовсе не бычий рынок. Если на то пошло, лучшим временем для покупки акций был 1982 г., а не 1998 г. Инвестировать сейчас нужно потому, что ожидание почти всегда является ошибкой. Возможно, худшим временем для вложения денег в акции был август 1929 г. (В сентябре произошло сильное падение, а в октябре 1929 г. обвал рынка.) Вот что ожидало эту инвестицию в долгосрочной перспективе: \$1000, вложенные в августе 1929 г., к июню 1932 г. превратились бы в \$175. К июню 1944 г. они поднялись бы до \$1000, и, наконец, к июлю 1951 г. по доходности эта инвестиция превзошла бы облигации. (Это с учетом реинвестирования дивидендов.) Накануне великого бычьего рынка в июле 1982 г. эта инвестиция стоила бы уже \$43 000 — и всего \$5200, если бы в августе 1929 г. деньги были вложены в облигации. Ну а если взять конец 1998 г.? Эта тысяча, по недоразумению вложенная в акции в 1929 г., превратилась бы в \$841 000, тогда как те же деньги, вложенные в облигации, принесли бы всего \$47 000 — немногим больше, чем акции к середине 1982 г.

Похожая участь ожидала инвесторов, решивших вложить деньги в акции в конце периода роста 1960-х гг. перед началом медвежьего рынка 1974–1975-х гг. Стоимость портфеля акций, приобретенного за \$1000 в декабре 1972 г., к сентябрю 1974 г. упала бы до \$574. К июню 1976 г. она вновь бы выросла до \$1000. В декабре 1982 г. — 10 лет спустя — его стоимость оценивалась бы уже в \$1900, а в 1998 г. — в \$27 700. Другими словами, вложения в акции, сделанные даже в самые неблагоприятные моменты, приносили хорошую доходность в долгосрочной перспективе. В этих примерах стоит обратить внимание на еще один важный момент — а именно на невысокую доходность, которую показали за тот же период облигации. Конечно, в тяжелые времена облигации падали не так сильно, как акции, но в июне 1976 г., когда акции вернулись к прежнему уровню, вложенные в облигации \$1000 превратились бы всего в \$1125. В дальнейшем отставание усилилось: к февралю 1983 г., когда акции могли бы удвоить чьи-то вложения, облигации принесли бы всего \$1600.

Поэтому, даже если для вложения денег на рынке акций был выбран наихудший момент, очень терпеливый инвестор в конце концов будет вознагражден. К счастью, слепая удача гарантирует, что большинство из нас «упустит» такой момент для выхода на рынок. Кроме того, как долго держать инвестиционную позицию, решаем мы сами, а от этого решения зависит очень много. В среднем доходность акций выше, чем у облигаций, поэтому, если держать акции достаточно долго, они выйдут на этот средний уровень доходности, и вы заработаете больше. Чтобы получить представление о соотношении доходностей, взгляните на таблицу, где приведены данные по периодам в 1 год, 5 лет, 10 лет и 20 лет. В табл. 1-1 представлена среднегодовая доходность индекса S&P 500 и облигаций с рейтингом AAA с 1945 по 1999 г. и процентная доля периода, на протяжении которой акции опережали облигации.



Таблица 1-1

**Среднегодовая доходность индекса S&P 500  
и облигаций AAA, 1945–1999 гг.**

	1 год	5 лет	10 лет	20 лет
Акции	14,5%	13,2%	12,2%	11,1%
Облигации	6,0%	5,7%	5,4%	4,7%
Акции опережали облигации	65,0%	80,0%	91,0%	98,0%

Исходя из вышеприведенной таблицы, можно сделать следующие выводы:

- если ждать достаточно долго, акции принесут более высокую доходность, чем облигации;
- чем дольше вы ждете, тем выше вероятность того, что акции принесут больше, чем облигации;
- если ждать достаточно долго, акции почти всегда приносят больше, чем облигации.

Конечно, если знать заранее, когда не стоит вкладывать деньги в акции, или сколько еще продлится великий бычий рынок 1990-х гг., или когда начнется следующий бычий рынок, все было бы гораздо проще. Но этого не знает никто. (Увы, но это так.) Тем не менее можно немного склонить чашу весов в свою сторону, если сделать две вещи. Во-первых, посмотреть, что происходит на рынках, изучить ситуацию в мире и сделать обоснованное предположение о том, куда фондовый рынок будет двигаться. Во-вторых, включить в свой инвестиционный портфель акции и облигации и устранить значительную часть риска за счет чуть меньшей доходности.

## **Сегодня все мы инвесторы**

Большинство из нас на своем веку не раз видели смену модных увлечений. Все мы помним некогда популярные, а теперь забытые телевизионные шоу, танцевальные стили и книжные бестселлеры. Вполне возможно, кто-то представляет массовое увлечение фондовым рынком и инвестированием на протяжении последних 20 лет очередной модой, которая скоро пройдет.

Но не стоит спешить с выводами. В отличие от большинства других модных веяний, от этого увлечения зависит очень много. Вы участвуете в нем независимо от того, знаете об этом или нет. Более того, если вы хотите обеспеченного будущего, узнать немного об инвестировании сейчас, пока это будущее не наступило, — очень мудрый шаг. Почему? Времена, когда, работая в хорошей компании и хорошо выполняя свою работу, вы могли рассчитывать на то, что компания отблагодарит вас и возьмет на себя заботу о вашем пенсионном обеспечении, уходят в прошлое. И дело вовсе не в том, что компании стали вести себя низко по отношению к своим сотрудникам, —

во всяком случае, они ведут себя ничуть не хуже, чем сотрудники по отношению к ним, когда меняют работу и оставляют бремя своего пенсионного обеспечения прежнему работодателю. Дело в том, что за последние 20 лет в сфере пенсионного обеспечения в США произошел ряд глубоких изменений. А США являются примером для подражания во многих странах.

Первое изменение связано с представлениями о социальном обеспечении. Система социального обеспечения — одна из священных, а ныне самых проблемных коров вашингтонской политики. Сегодня она представляется скорее в виде системы государственных гарантий, которая должна защищать людей от нищеты, а не обеспечивать материальный достаток. Никто не будет спорить с тем, что при сегодняшнем размере государственных пенсий вряд ли можно провести остаток жизни на Таити или на юге Франции или в любом другом месте, где, по вашему мнению, находится земной рай. Да, государственная пенсия должна быть достаточной, чтобы питаться три раза в день и платить за жилье, но не за номер в отеле Ritz. Поэтому, если все свои надежды на обеспеченную старость вы связываете с системой соцзащиты, подумайте еще раз.

Второе изменение коснулось корпоративных пенсионных планов. Два десятка лет назад многие компании предлагали — часто с большой гордостью — пенсионные планы с фиксированными выплатами. Как можно понять из названия, выплаты в таких планах гарантировали участникам фиксированные выплаты, зависящие от того, сколько вы зарабатывали перед выходом на пенсию. Как правило, они предполагали выплаты на уровне 60–75% или средней зарплаты за последние пять лет. Если вы дорабатывали в компании до пенсионного возраста, вы получали пенсию. Компания или профессиональный инвестиционный менеджер, которого она нанимала, брали на себя все заботы по планированию и инвестированию пенсионных активов. Даже если сотрудники делали взносы в пенсионный план сами, они не задумывались о том, куда и как инвестировать средства. За них все делали профессионалы. Но гораздо важнее было то, что компания гарантировала пенсию, и если управляющий фондом терпел неудачу и в фонде не оказывалось денег, выплаты делала компания.

В наши дни многое изменилось. Некоторые компании продолжают предлагать пенсионные планы с фиксированными выплатами, и их бенефициарами являются многие достигшие сегодня пенсионного возраста или приближающиеся к нему. Но планы с фиксированными выплатами постепенно уходят в прошлое, уступая место планам с фиксированными взносами. В последних величина пенсии зависит от суммы перечисленных взносов и *от того, насколько хорошо ими управляют*. Последнее условие имеет ключевое значение. Рассмотрим очень простой пример. Если ежегодно вы отчисляете из своей зарплаты по \$10 000 и вкладываете эти деньги под 4% в фонд денежного рынка, то через 40 лет у вас будет почти \$1 млн. Но если эти деньги будут приносить 9% (примерно такую доходность можно ожидать от большинства акций и некоторых облигаций), то сумма возрастет до \$3,6 млн.

В первом случае годовой доход, на который вы можете рассчитывать по выходе на пенсию, составит \$40 000, а во втором — \$148 000.

Самый распространенный тип пенсионных планов с фиксированными взносами — план 401(k). Свое название он получил по номеру статьи Налогового кодекса США, позволяющей осуществлять безналоговое инвестирование средств этих планов. Существуют и другие, похожие типы пенсионных планов, например 403(b) и 457, предназначенные для некоторых категорий государственных служащих и членов профсоюзов. Главное, что их участники выступают одновременно вкладчиками и управляющими активами. Другими словами, отныне все мы инвесторы. В целом в наших руках сосредоточились довольно значительные финансовые ресурсы. В настоящее время объем вложений планов с фиксированными взносами в акции превышает один триллион долларов. В 1999 г. он был больше, чем у традиционных планов с фиксированными выплатами<sup>7</sup>.

Популярность таких пенсионных планов быстро растет. Исследование, проведенное ассоциацией Profit Sharing Council of America, показало, что в 1998 г. 72% компаний со штатом свыше 100 человек, т. е. примерно 55 000 компаний, предлагали планы 401(k)<sup>8</sup>. Планы с фиксированными взносами, в том числе 401(k) и некоторые другие, позволяют людям непосредственно участвовать в управлении своими пенсионными накоплениями. В отличие от них в планах с фиксированными выплатами вся ответственность за управление пенсионными активами лежит на работодателе, а величина будущей пенсии зависит от размера зарплаты и стажа работы. Работодатель как спонсор плана 401(k) предлагает работникам на выбор ряд инвестиционных альтернатив. Как правило, предложение включает в себя взаимные и другие фонды, учрежденные институциональными инвесторами. В последнее время планы с фиксированными взносами демонстрируют феноменальный рост: на конец 1999 г. стоимость их активов достигла \$2,5 трлн, впервые превысив стоимость активов планов с фиксированными выплатами<sup>9</sup>.

### **Сколько стоит план 401(k)**

На многих веб-сайтах и в специализированной литературе предлагаются калькуляторы, при помощи которых можно рассчитать накопленную сумму в вашем пенсионном плане 401(k). Чтобы сэкономить вам несколько минут, мы приводим удобную таблицу. В табл. 1-2 показано, сколько можно накопить, если ежегодно вносить в план 401(k) по \$7500. Предполагаемая доходность вложений (по горизонтали) указана с учетом инфляции. В последние 70 лет реальная средняя доходность фондового рынка составляла порядка 6%. В последние пять лет — порядка 20%. Расчеты, лежащие в основе этой таблицы, очень просты — чтобы выполнить их самостоятельно, достаточно иметь под рукой

школьный калькулятор. Все дело в сложных процентах, которые начисляются на ваши ежегодные взносы и даже при небольшой ставке в итоге дают весомый результат. Сумма \$7500 меньше установленного законом максимума для планов 401(k), но при уровне заработной платы в \$100 000 в год она составляет ощутимые 7,5%. Короче говоря, это не пенсионный план какого-нибудь компьютерного магната, но и не пенсионные накопления продавца гамбургеров из фастфуда. Тем не менее, проанализировав представленные ниже цифры, можно сделать несколько важных выводов. За последние несколько лет мы так привыкли к низкой инфляции, что стали ее игнорировать. Но на протяжении прошлого века инфляция была серьезной проблемой. В период с 1948 по 1998 г. средний уровень инфляции составлял около 4% в год, поэтому при среднегодовой доходности рынка в 13% реальная доходность была ощутимо ниже — порядка 10%.

Таблица 1-2

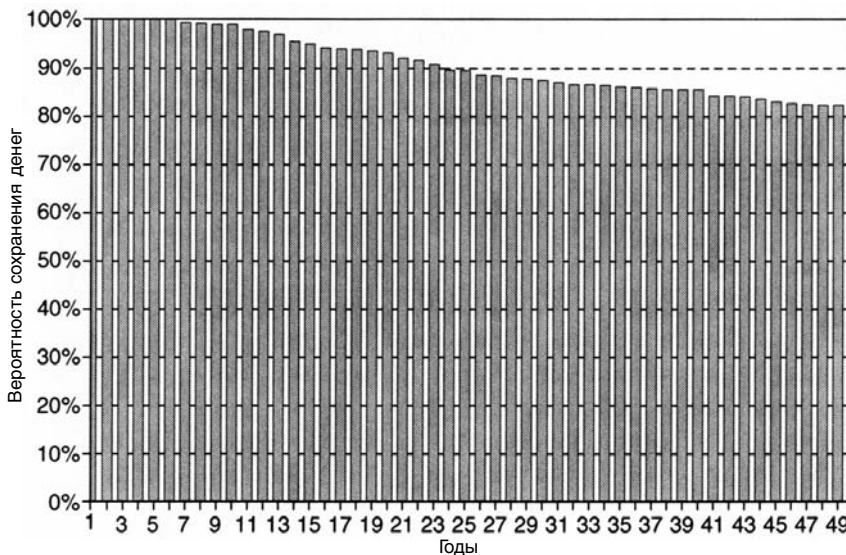
**Сколько можно накопить, если откладывать по \$7500 в год**

Возраст	Кол-во лет до пенсионного возраста (65 лет)	Реальная доходность инвестиций					
		2%	4%	6%	8%	10%	20%
60	5	\$39 030	\$40 622	\$42 278	\$44 000	\$45 788	\$55 812
55	10	\$82 123	\$90 046	\$98 856	\$108 649	\$119 531	\$194 690
50	15	\$129 701	\$150 177	\$174 570	\$203 641	\$238 294	\$540 263
45	20	\$182 230	\$223 336	\$275 892	\$343 215	\$429 562	\$1 400 160
40	25	\$240 227	\$312 344	\$411 484	\$548 295	\$737 603	\$3 539 858
35	30	\$304 261	\$420 637	\$592 936	\$849 624	\$1 233 705	\$8 864 112
30	35	\$374 959	\$552 392	\$835 761	\$1 292 376	\$2 032 683	\$22 112 559

Во-первых, решающую роль здесь играет время. Даже при доходности 20% за пять лет невозможно сделать более-менее значительные накопления. Поэтому чем раньше вы начнете, тем лучше. Если ваш работодатель предлагает план 401(k), присоединитесь к нему уже сейчас, независимо от вашего возраста. Если вы играете на фондовом рынке и зарабатываете большие деньги, не стоит думать, что деньги будут всегда так же легко идти к вам в руки. Лучше возьмите часть денег, заработанных на интернет-компаниях, и вложите их во что-нибудь скучное и надежное, например в индексный фонд, и оставьте их там. (К счастью, их можно разместить на необлагаемом налогами счете.) После этого вы можете вернуться к увлекательной инвестиционной игре, а ваши вложенные деньги будут расти вместе с рынком. Это еще один положительный аспект времени. Если у вас есть время, к моменту выхода на пенсию можно без особого труда накопить миллион долларов. Если же приложить чуть больше усилий, сумму можно резко увеличить.

Доходность тоже имеет большое значение. Но, как видно из табл. 1-2, время все же важнее. Хотя рассуждать о том, что перевесит, сложно, фактор времени следует учитывать в первую очередь. Не ждите, пока рынок откатится назад или пока появятся очередные горячие акции, — вложите часть денег в индексный фонд уже сегодня. Не стоит забывать, однако, о рисках, связанных с доходностью. К этой теме мы вернемся в части IV, когда будем говорить о формировании инвестиционных портфелей.

Наконец, вы должны четко понимать, сколько денег вам нужно накопить к моменту выхода на пенсию и как вы будете тратить свои сбережения. Этот вопрос гораздо сложнее, чем кажется на первый взгляд. Когда вы откладываете и инвестируете, особенно если у вас впереди много времени, результаты удачных и неудачных лет усредняются. Но когда вы расходуете, несколько неудачных лет могут нанести серьезный удар по вашим сбережениям в отсутствие новых поступлений. Проще говоря, чтобы с комфортом прожить остаток жизни, вам нужно иметь на пенсионном счете круглую сумму. В соответствии с известным эмпирическим правилом, если вы хотите пожить в достатке какое-то время или оставить что-то своим детям, нужно умножить сумму желаемого годового дохода на 25. Другими словами, если вы хотите получать после выхода на пенсию \$100 000 в год, на вашем счете 401(k) должны лежать \$2,5 млн. В этом случае вы сможете ежегодно тратить по 4% от накопленной суммы и не беспокоиться о плохих временах и возможном обвале рынка.



**Рис. 1-2.** Как быстро заканчиваются \$2,5 млн, если ежегодно тратить по \$100 000

Имитационная модель дает более точное представление о том, сколько можно тратить на пенсии без риска остаться без денег. Предполагается, что свободные средства инвестируются в портфель с некой ожидаемой доходностью и ожидаемыми рисками (или колебаниями доходности). Например, доходность может составлять 10% в год, что соответствует реальной доходности фондового рынка в последние 50 лет, при уровне риска (измеряемом как стандартное отклонение) 20%. Примерно две трети времени доходность рынка будет колебаться между -5% и +25%. Предположим, что на момент выхода на пенсию вы имеете \$2,5 млн и планируете ежегодно расходовать по \$100 000. На рис. 1-2 показана вероятность того, что в конце каждого года у вас будет оставаться не менее \$200 000, т. е. гарантированный двухгодичный доход. В этом можно легко убедиться. Как видно на том же рисунке, по истечении 25 лет существует 90-процентная вероятность того, что на вашем счете останется не меньше \$200 000.

Наверняка некоторые читатели по-прежнему считают, что обеспеченному пенсионеру с доходом \$100 000 в год нужно гораздо меньше \$2,5 млн. В табл. 1-3 показано время, через которое у вас будет «всего» 90-процентная вероятность получения остатка, равного двухлетнему доходу, при различных доходностях и начальных уровнях накоплений. Табл. 1-3 построена на основе той же модели, что и рис. 1-2.

Таблица 1-3

**Через сколько лет ваши шансы остаться с \$200 000 составят всего 90%**

	\$500 000	\$1 млн	\$2,5 млн	\$5 млн
Доходность 5%	2	5	14	23
10%	3	7	25	>50
15%	3	10	>50	>50

Если вас не впечатляют триллионы долларов активов в планах с фиксированными взносами, не забывайте о том, что сегодня многие из нас стали инвесторами — по крайней мере, согласно нашим налоговым декларациям. В 1996 г. более 100 млн человек показали скорректированный валовой доход. Примерно 26 млн деклараций содержали сведения о дивидендном доходе и примерно 18 млн — о пенсионном доходе. (Впрочем, в определенной мере эти группы пересекаются.) Другими словами, примерно один из четырех налогоплательщиков сообщил Налоговой службе о наличии инвестиционного дохода. Пусть не каждый из нас инвестор, но большинство все же стали ими. Указанные цифры говорят о том, что в целом мы являемся крупнейшими держателями акций. По данным ФРС на декабрь 1999 г. вложения американских домохозяйств в акции оценивались примерно в \$8,5 трлн. Плюс \$3,2 трлн, вложенных во взаимные фонды. И это помимо трил-

лиона долларов в пенсионных планах с фиксированными взносами<sup>10</sup>. Даже если у вас лично нет всех перечисленных видов активов, то в чем-то вы наверняка участвуете.

## **Мы сами отвечаем за свое материальное благополучие**

Помните, мы рассматривали пример, в котором при одинаковом размере взносов — \$10 000 в год в течение 40 лет — при выходе на пенсию годовой доход мог составить как \$40 000, так и \$148 000? Кто принимает решения, определяющие эту разницу? Мы сами.

В инвестиционной игре две стороны — вы и рынок. Понятно, что многое зависит от рынка, но от вас тоже зависит немало. Лотерея штата Нью-Йорк, представляющая собой куда менее надежный путь к материальному благополучию и богатству, чем фондовый рынок, часто показывает в своей рекламе счастливых людей на новых яхтах, за рулем импортных спортивных автомобилей или на борту собственных самолетов, в сопровождении рекламного слогана: «Эх, никогда не знаешь...» Согласен, кто не играет, тот не выигрывает. Но, в отличие от лотереи, в инвестировании выигрыш в значительной степени зависит от качества вашей игры.

Фондовый рынок гораздо сложнее лотереи, отчасти поэтому результаты инвестирования намного лучше. Да, инвестирование требует определенных знаний, понимания и усилий — но ничего такого, с чем большинство из нас не может справиться. Пожалуй, самый сложный и важный шаг — осознать, что наши решения играют роль. Если вы присоединяетесь к плану 401(k), предлагаемому работодателем, и не думаете о том, куда идут ваши деньги, в результате вы не получите столько, сколько хотели бы. Что гораздо важнее, вы не получите столько, сколько могли бы, если бы приложили немного усилий. Наша цель — дать вам необходимые знания и инструменты, чтобы играть в инвестиционную игру и зарабатывать на ней деньги. В конце концов, это может даже оказаться увлекательным.

Как я уже сказал, в инвестиционной игре есть две стороны — вы и рынок. Однако про первую инвесторы нередко забывают. Да, очень важно знать рынок, понимать такие вещи, как экономика, ФРС, процентные ставки, или почему нас должны беспокоить цены на нефть и политическая ситуация в Малайзии, и т.д. Но давайте начнем со стороны, которую вы знаете лучше всего: с вас.

Безусловно, вы знаете о себе больше, чем кто бы то ни было, включая брокеров, специалистов по планированию и финансовых консультантов. Вы знаете о себе так много, что эта книга вряд ли расскажет вам что-то новое. Тем не менее существует ряд важных вопросов, о которых стоит задуматься. Во-первых, когда вы планируете начать расходовать деньги, накопленные в результате инвестирования? Возможно, в ответ прозвучит оптимистичное «никогда» — вы будете жить долго и умрете богатым, а большая часть вашей

го состояния перейдет к наследникам, благотворительным организациям или фондам, которые вы выберете, или (если не выберете) в карман дяди Сэма. Но, скорее всего, вы планируете потратить если не все, то хотя бы какую-то часть денег. А поскольку время в инвестировании является одним из ключевых факторов, вам нужно знать, когда это произойдет.

Второй ключевой момент в инвестировании — это риск. В лотерее с риском все просто: вы покупаете билет, в большинстве случаев проигрываете и теряете уплаченные за билет деньги. Инвестирование — процесс более сложный, но и более увлекательный: вы заставляете деньги работать и можете наблюдать за этим. Часто они растут, но иногда могут отклоняться от курса. Более того, по мере их роста может меняться и ваше восприятие риска. Предположим, вы вложили на фондовом рынке \$10 000. Через несколько лет эта сумма выросла до \$14 000. Затем происходит коррекция, и \$14 000 превращаются в \$12 000. Вы потеряли \$2000? Или заработали \$2000 на изначально вложенные \$10 000?

Чтобы быть разумным инвестором, необходимо иметь некоторое представление о временных рамках — сколько времени остается до того момента, когда вы начнете тратить деньги. Далее, вам нужно вести учет — точно знать, сколько вы имеете, сколько заработали и насколько ваш результат лучше или хуже рынка. Хотите верить, хотите нет, но в период с 1995 по 1998 г. тех, кто пошел на значительные риски и удвоил свои деньги, на самом деле нельзя считать удачливыми. С конца 1994 г. по октябрь 1999 г. индексный фонд S&P 500 утроил бы ваши вложения. Наконец, нужно понимать, на какой риск вы можете пойти: сколько денег вы готовы вложить в фондовый рынок, чтобы не просыпаться по ночам в холодном поту, и хотите ли вы не спать по ночам из-за своих инвестиций. Следующие несколько глав будут посвящены второй стороне в инвестиционной игре, известной вам не так хорошо, — фондовому рынку. Но в конце книги мы вновь обратимся к вашей «персональной» роли и поговорим о формировании нескольких типов инвестиционных портфелей. Какой из них подходит вам, зависит только от вас.

Принимать инвестиционные решения нелегко, но и не так уж сложно. Более того, большинство решений, связанных с деньгами и тем, как их инвестировать, не должны быть настолько сложными, чтобы их нельзя было принять при наличии определенных базовых знаний. Нужно лишь знать несколько моментов.

## **Как оценивать результаты**

Существует по меньшей мере два подхода к инвестированию и по меньшей мере два способа оценки результатов. Большинство из нас используют оба подхода, сами того не осознавая. Первый подход — систематический, рациональный и целенаправленный — требует количественных показателей.



Второй — неформальный, приносит вознаграждение в виде историй, которые можно рассказать друзьям, и возможности похвастаться своими успехами.

При оценке успешности взаимных фондов мы обычно сравниваем результаты их деятельности с каким-либо ориентиром, например индексом S&P 500. Мы хотим знать, насколько результативен фонд по сравнению с некоей объективной и справедливой мерой инвестиционного успеха. Но когда вы покупаете акции на основе собственного анализа рынка, измерителем успеха чаще всего бывает возможность похвастаться перед родственниками и друзьями. Даже те, кто использует компьютерные или онлайн-программы мониторинга инвестиционного портфеля, редко объективно оценивают свои результаты. Неужели мы, как инвесторы, страдаем раздвоением личности? Нет, но в инвестировании бывают разные цели, и мы должны четко понимать, какие именно.

В современном мире, где заботу о своем финансовом будущем мы должны взять в свои руки и не надеяться на компании и государство, к инвестированию следует относиться как к работе. Это значит, что нам нужно ставить перед собой четкие цели и иметь представление о том, как их достичь. При таком подходе к инвестированию надежный способ оценки результатов приобретает критическое значение, и такой способ предлагают нам фондовые индексы и исторические данные по рынку. Возьмем, например, бейсбол или американский футбол — в первом случае высоким показателем результативности считается средний показатель бэттинга 0,300, во втором случае — 1000 пройденных ярдов за сезон. Почему? Потому что, как показывает история той и другой игры, эти показатели высоки, но вполне достижимы. А экономика говорит нам о том, что команды предпочитают платить за игроков, способных достигать таких показателей. В инвестировании существуют похожие ориентиры. Переиграть индекс S&P 500 — все равно что показать бэттинг 0,300 в бейсболе. Это происходит каждый год, но добиваются такого результата лишь единицы. Более того, как и бейсболисты, способные стабильно, из года в год набирать в бэттинге по 0,300, управляющие фондами, способные из года в год превосходить фондовый индекс, встречаются крайне редко.

На бычьем рынке легко может показаться, что рост будет вечным и что мы уже очень богаты. Несомненно, бычий рынок — это замечательно. Но несомненно и то, что он не бывает вечным. Один лишь взгляд на количественные показатели скажет нам, насколько хорош сегодняшний бычий рынок, и предупредит о том, что бывают и другие времена. Он также скажет, насколько мы умны и проницательны. За период с начала 1995 до конца 1999 г. фондовый рынок (характеризуемый индексом S&P 500) вырос на 320% без учета реинвестирования дивидендов. Это лучший пятилетний период в современной истории фондового рынка. Посмотрите еще раз на этот показатель и подумайте, хорошо ли работали ваши деньги в пенсионном плане 401(k), инвестиционном портфеле или в чулке. Да, сравнение не вполне справедливо, поскольку S&P 500 не учитывает налоги, и, кроме того, са-

мостоятельное инвестирование связано с рисками. Но в любом случае цифры и индекс скажут по меньшей мере две вещи — насколько вы успешный инвестор и насколько уникальными были последние пять лет. Если ваш портфель акций превзошел индекс в два-три раза или если вы стабильно на протяжении нескольких лет получали такие же результаты, как индекс S&P 500 в 1995–1999 гг., вы — редкий и даже уникальный инвестор. Если же нет, не стоит огорчаться: вы — один из нас, рядовых инвесторов, который может заработать приличное состояние благодаря фондовым индексам и некоторому терпению.

Здесь кроется определенное противоречие. С одной стороны, мы должны объективно оценивать результаты и сознавать, что не все являются гениями фондового рынка; с другой стороны, нам нужен повод для гордости. Для многих из нас инвестирование — не просто средство для достижения финансовых целей. Нас привлекает процесс: острые ощущения, чувство удовлетворения от победы. В этом нет ничего плохого — возможность получать удовольствие от того, что мы делаем, от того, что нам приходится делать, является большим плюсом, если не терять при этом чувства реальности. Фондовые индексы помогают нам отслеживать эффективность инвестиций и оценивать риски. Они дают нам ориентиры, позволяющие сказать, насколько мы финансово благополучны сегодня и, возможно, будем завтра. И если пренебрегать этими скучными цифрами, завтрашнее финансовое благополучие может так и остаться мечтами.

Да, важно вести строгий учет и быть объективным. Так же, как получать удовольствие и выигрывать в некоторые игры. Не секрет, что возможность поделиться с друзьями увлекательными историями и похвастаться своими успехами для многих из нас является немаловажным «доходом» от инвестиционной деятельности. На нынешнем бычьем рынке инвестирование стало, по сути, источником развлечений для многих. В этом нет ничего плохого — мы можем вспомнить немало других, менее социально приемлемых увлечений, чем фондовый рынок. По-видимому, это происходит на всех бычьих рынках. К сожалению, на фоне таких настроений возникает впечатление, что индексные фонды и индексное инвестирование — это заурядно и скучно. Не исключено, что так оно и есть, но финансовое и моральное вознаграждение в результате может оказаться совсем незаурядным.

## Глава 2



# Случалось ли подобное в прошлом

### Каждый бычий рынок по-своему уникален

**В**еликий бычий рынок 1990-х гг. — не первый и вряд ли последний. Благодаря ему мы все ощутили, насколько замечательны растущие рынки, а если вы инвестор — насколько прибыльны. На мой взгляд, сегодня инвестиционным менеджерам недостаточно часто задают один ключевой вопрос: что является причиной текущих (высоких) результатов, их собственный талант или мощнейший бычий тренд на фондовом рынке? В последние годы было совсем нетрудно зарабатывать по 20% в год и больше. Но даже с такими результатами очень трудно превзойти индекс S&P 500. С 1995 по 1999 г. среднегодовая доходность S&P 500 составляла порядка 28,6%. В лучший год этого периода (1995) этот показатель был еще более впечатляющим — 37,6%. Конечно, даже на бычьих рынках случаются резкие падения. Летом 1998 г., когда Россия объявила дефолт по внутреннему долгу, S&P 500 упал почти на 20%.

Бычьи рынки отличаются друг от друга. Отличаются рыночной психологией. Отличаются балансом страха и жадности. Отличаются тем, что люди ожидают от рынка, чего хотят и как представляют источники прибыли. Но каждый раз нас подстерегает одна и та же опасность: на волне бычьего тренда легко забыть о том, что рынок не всегда бывает таким, что акции не всегда растут. Одна из причин подобной забывчивости сегодня — невероятная продолжительность последнего бычьего рынка. Каждый, кто ушел с рынка в период с августа 1982 по конец 1999 г., совершил большую ошибку.

Все это время рынок уверенно рос, и никакие спады не могли отбросить его ниже уровня 19-летней давности.

Почему инвесторы покупают акции? Обычно они это делают потому, что верят в успешную и прибыльную работу компаний и их рост. Иными словами, верят в то, что они смогут выплачивать более высокие дивиденды и, таким образом, подстегнуть рост цен на фондовом рынке. Инвесторы выбирают, в какие компании вкладывать деньги, исходя из того, насколько хорошо ими управляют. Руководство компаний, в свою очередь, стремится к получению высоких прибылей, чтобы поддержать высокие цены акций. На бычьих рынках все обстоит иначе. Там инвесторы покупают акции в уверенности или по крайней мере в надежде на то, что смогут перепродать их по более высокой цене, а не потому, что компания стала лучше работать, увеличила прибыли и т. п. Главная причина покупки акций — потенциал роста цены. Инвесторы переключаются с изучения бизнеса на анализ движения цен акций. Они ищут акции с высокой инерцией — на биржевом сленге так называют акции с быстро растущей ценой. Надежды возлагаются на то, что богатый становится богаче. Или, проще говоря, на то, что сработает «теория еще большего дурака». Последняя гласит, что всегда найдется еще больший глупец, готовый заплатить еще большую цену и способствовать ее дальнейшему росту.

Почему люди готовы платить за акции на 10%, 20% и даже 50% больше, чем вы, только потому, что вы купили их вчера, а они покупают сегодня? За исключением специфических и относительно редких событий, таких как объявление о новом открытии или слиянии, для подобных скачков цен нет никаких рациональных оснований. К сожалению, на бычьих рынках преобладает иррациональный тип мышления. При выборе акций инвесторы смотрят только на их «инерцию», говорящую о том, как быстро может вырасти цена. «Сегодня нужно покупать эти акции!» — эту фразу можно нередко слышать от биржевых брокеров и вечно растущей толпы финансовых аналитиков. В результате цены акций взлетают до уровней, которые всего несколько недель назад казались невероятными. Такова природа бычьего рынка. А теперь сравним этот тип мышления с традиционным фундаментальным анализом акций.

Центральный момент нормального процесса инвестирования заключается в оценке реальной стоимости акции. Зная ее, всегда можно сказать, является ли текущая цена справедливой, завышенной или заниженной. Как определить стоимость акции? Проверенный способ — взглянуть на нее как на долю в компании: долю в прибылях, которые компания зарабатывает, и дивидендах, которые она может выплачивать. Конечно, эти прибыли будут поступать не один год, а доллар сегодня стоит больше, чем доллар, полученный через несколько лет. Сегодняшнюю стоимость долларов, которые будут заработаны в будущем, можно, однако, определить расчетным путем. Таким образом, зная величину будущих прибылей, мы можем рассчитать реальную стоимость акций компании на сегодняшний день. Идея о том, что цена про-

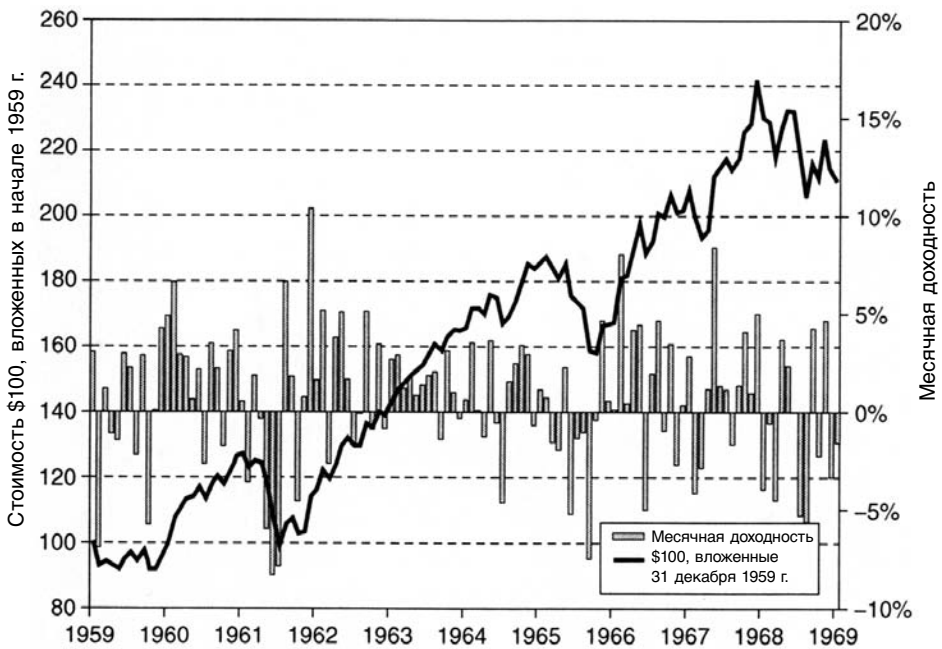
даже акции должна быть равна приведенной стоимости будущих дивидендов или прибылей на эту акцию, является одной из самых старых и важных в финансовой науке. Одним из первых ее сформулировал Джон Уильямс в 1938 г. в своей работе «Теория инвестиционной стоимости». Она легла в основу так называемой модели дисконтирования дивидендов. Попросту говоря, это математическое выражение идеи о том, что цена акции равна приведенной стоимости ожидаемых дивидендов. Почему дивидендов, а не прибылей? Да потому, что деньги, не выплаченные в виде дивидендов, реинвестируются в компанию с целью получения еще больших дивидендов в будущем. Вот почему мы должны учитывать только дивиденды, которые получают акционеры, а не прибыли, обещающие дивиденды в будущем.

Еще один способ понять бычьи рынки — посмотреть на них с точки зрения баланса страха и жадности, двух эмоциональных проявлений, которые, по мнению многих, правят бал на фондовом рынке. Страх перед разорением, падением цен, рыночным крахом против жадного стремления к прибыли, более высоким ценам, впечатляющим историям, которые можно рассказывать слабакам, ничего не смыслящим в рынках. Сложно сказать, уравновешивают ли когда-нибудь эти две противодействующие силы друг друга. На бычьих рынках, во всяком случае, жадность определенно одерживает верх.

## **Бычий рынок 1960-х гг.**

Среди нынешнего поколения инвесторов мало участников бычьего рынка 1960-х гг., для большинства из нас это история. На рис. 2-1 представлена динамика фондового рынка в 1960-е гг. Линия показывает изменение стоимости \$100, вложенных 31 декабря 1959 г. Рядом приведена гистограмма месячных доходностей фондового рынка. Оба графика построены на основе индекса S&P 500 и представляют совокупную доходность, отражающую изменение цен акций плюс реинвестированные дивиденды. Как видите, бычий рынок занимает не все десятилетие. В самом деле, начало 1960-х гг. было не самым благоприятным для фондового рынка. Но постепенно ситуация улучшилась, и рынок пережил несколько отличных лет, которые также ознаменовались расцветом экономики и страны в целом.

По-видимому, большинство бычьих рынков тесно связаны со своей эпохой. 1960-е гг. не были исключением. В 1961 г. Джон Кеннеди сменил Дуайта Эйзенхауэра на посту президента США. С его приходом начал меняться образ Америки — страны, ее людей и правительства. Отныне президент не был заботливым отцом нации — он был ее секс-символом. Эйзенхауэр пришел в Белый дом на обещаниях покончить с войной в Корее и урегулировать наиболее острые мировые проблемы. Кеннеди появился на сцене в идеальный момент — его инаугурация состоялась в январе 1961 г., а уже в феврале страна вышла из рецессии 1960–1961-х гг. В доказательство того, что он не обделен воображением и смело смотрит в будущее, новый президент торже-



**Рис. 2-1.** Бычий рынок 1960-х гг.

ственно пообещал Америке, что не пройдет и десяти лет, как американцы высадутся на Луне. Это заявление дало толчок развитию космонавтики, техники и технологий, но гораздо больше оно значило для надежд и устремлений людей. Америка, казалось говорил Кеннеди, может и должна делать все.

Уолл-стрит наконец-то начала освобождаться от тяжелых последствий краха 1929 г. и Великой депрессии. В 1950-е гг. фондовый рынок впервые превысил максимумы, достигнутые в 1929 г., тогда как дивидендная доходность S&P 500 (отношение величины годовых дивидендов к стоимости индекса, выраженное в процентах) упала ниже уровня доходности большинства корпоративных облигаций. Акции преодолели важный рубеж в восприятии рисков и потенциальной доходности. Но, пожалуй, решающее значение имело то, что на Уолл-стрит пришло новое поколение брокеров и банкиров, над которыми не довлел опыт безумных дней 1927–1929 гг. и последовавшего за ними биржевого краха и Великой депрессии 1930-х.

По правде говоря, фондовый рынок и президент не всегда ладили друг с другом. В апреле 1962 г. Кеннеди выступил против решения нескольких крупнейших сталелитейных корпораций США повысить цены на свою продукцию. В то время сталелитейная промышленность была основой экономики, и гиганты отрасли привыкли к тому, что к ним прислушиваются и не мешают добиваться своего. Более того, факт навязывания правительством определенных цен был воспринят как откат к жесткому ценовому контролю военного времени или чему-то еще более плохому. Но советники Кеннеди по

экономическим вопросам посчитали, что повышение цен на сталелитейную продукцию будет способствовать инфляции, и Кеннеди решил вмешаться. После короткого, но напряженного периода противостояния одна из сталелитейных компаний нарушила круговую поруку и снизила цены. Кеннеди победил, но фондовый рынок — потрясенный напористостью нового президента — рухнул.

Однако акции восстановились. Новой движущей силой стали конгломераты, появление которых, казалось, будет двигать цены акций вверх вечно. Идея о том, что у компаний с растущими прибылями должна расти цена акций, получила широкое распространение и подтверждалась практикой. Она вытекала из фундаментального анализа Джона Уильямса и других исследователей, как отмечено выше. Фондовый рынок больше благоволил компаниям с растущими прибылями, так называемым «компаниям роста», и вознаграждал их более высокими ценами акций. Один из общепринятых инструментов сравнения и оценки акций — их коэффициент «цена/прибыль» (или коэффициент P/E), который определяется делением цены акции на величину прибыли на акцию. Например, коэффициент «цена/прибыль», равный 20, означает, что цена акции в 20 раз превышает размер годовой прибыли компании в расчете на одну акцию. Из двух компаний, одна из которых торгуется с P/E 20, а другая — 35, вторую рынок оценивает более высоко. При сравнении акций более высокое значение коэффициента «цена/прибыль» может отражать более высокий ожидаемый темп роста прибыли, меньший риск падения прибылей и краха компании или тот факт, что одна отрасль более перспективна, привлекательна и модна, чем другая. Мода тоже имеет значение: коммунальные компании воспринимаются как нечто обыденное и приземленное, тогда как телекоммуникационные, имеющие отношение к Интернету компании находятся на пике инвестиционной моды. Хотя некоторые из нынешних лидеров телекоммуникационной отрасли вчера были обычными телефонными (читай коммунальными) компаниями.

Однако искрой, воспламенившей фондовый рынок 1960-х, были не коммунальные компании, а конгломераты. Конгломераты — это широко диверсифицированные компании, образованные путем слияния разнородных фирм, часто из не связанных между собой отраслей. Привлекательность конгломератов в начале 1960-х гг. объяснялась рядом причин. Одной из них был сам факт слияния. После разделения знаменитого рокфеллеровского треста Standard Oil Trust в 1911 г. суды США начали жесткую борьбу против слияний. В начале столетия практика горизонтальных слияний, в результате которой в свое время была создана Standard Oil, практически прекратилась. Проще говоря, компаниям запретили поглощать своих конкурентов. В 1920-е и 1930-е гг. суды выступили против вертикальных слияний, чтобы помешать компаниям поглощать своих поставщиков. (Покупка поставщика иногда использовалась для вытеснения с рынка зависящих от него конкурентов.)

У конгломератов имелись и другие привлекательные стороны. Уолл-стрит не любила риски и не любила компании, чьи прибыли все время прыгали то

вверх, то вниз. Конгломераты позволяли выровнять потоки прибыли путем объединения компаний с различными циклами подъемов и спадов. Идея была проста: если объединить производителя лосьонов для загара с производителем плащей, можно сгладить колебания прибыли в солнечные и дождливые дни. Предполагалось, что объединение диверсифицирует прибыли, снижает риски, повышает значение коэффициента «цена/прибыль» и в результате способствует росту цены акций. Наконец, конгломераты, вошедшие в моду в начале 1960-х гг., обладали еще более важным для рынка свойством — они давали эффект мультипликации.

Чтобы понять, как возникает этот чудесный эффект, предположим, что успешный конгломерат с коэффициентом «цена/прибыль», равным 20, поглощает ничем ни примечательную узкоспециализированную фирму, торгующуюся на рынке с коэффициентом 6. Для простоты будем считать, что каждая компания имеет в обращении по одному миллиону акций и получает прибыль в размере \$1 на акцию. Стоимость конгломерата, назовем его «Диверситроникс», оценивается в \$20 млн. Стоимость второй компании, назовем ее «Монопродукт», всего в \$6 млн из-за низкого коэффициента «цена/прибыль». «Диверситроникс» покупает «Монопродукт» с расчетом акциями, предлагая одну акцию «Диверситроникса» (\$20) за две акции «Монопродукта» (\$6 каждая, т. е. \$12). Объединенная компания, которая сохраняет название «Диверситроникс», имеет в обращении полтора миллиона акций. Ее прибыли складываются из прибылей «Монопродукта» и «Диверситроникса» до слияния и составляют \$2 млн. В результате показатель прибыли на акцию, до слияния составлявший \$1 у той и другой компании, возрастает до \$1,33. Поскольку «Диверситроникс» популярен у инвесторов и имеет высокий коэффициент «цена/прибыль» (на уровне 20), стоимость его акций поднимается с \$20 до \$26,67. Но на самом деле это только начало — поглощение «Монопродукта» дополнительно диверсифицировало его прибыли, а его прибыль на акцию выросла на треть с \$1 до \$1,33. Если до слияния конгломерат торговался с коэффициентом 20, то после сделки он вполне заслуживает 25. А при коэффициенте 25 цена акций подскакивает до \$33,33.

На первый взгляд все это кажется надуманным и не имеющим отношения к тому механизму, который приводит к появлению многолетних бычьих рынков. Вполне возможно, но это реально имело место и работало. Среди наиболее известных (или печально известных?) детищ того времени можно назвать Litton Industries, LTV (поначалу Ling Electric, затем Ling-Temco-Vought и, наконец, LTV), Gulf and Western (получившего шуточное прозвище *Engulf and Devour* — «Поглощать и Пожирать») и International Telephone and Telegraph или ИТТ. Использование аббревиатур, иногда с давным-давно забытым происхождением, добавляло притягательности этим монстрам.

Игра продолжалась до января 1968 г., когда Litton Industries шокировала фондовый рынок заявлением о том, что вместо повышения она ожидает резкого падения прибылей. Пирушка подошла к концу, хотя рынку удалось сохранить рост до следующей осени. Бум конгломератов завершился в первой



половине 1966 г. Федеральная резервная система, встревоженная высокой инфляцией, ужесточила политику и повысила процентные ставки. В итоге, в 1966–1967 гг. произошло замедление темпов роста фондового рынка, а затем и экономики. Однако ФРС удалось притормозить экономику без рецессии, и в 1967 г. акции и страна возобновили рост. Но поскольку в 1968–1969 гг. инфляция продолжила рост, ФРС опять повысила процентные ставки и тем самым подготовила почву для короткой рецессии 1969–1970-х гг., завершившей десятилетие. Если отсюда и можно извлечь небольшой урок, актуальный для наших дней, то состоит он в том, что борьба с государством обычно заканчивается поражением, и 1960-е гг. подтверждают это.

Бум конгломератов в 1960-е гг. служит хорошей иллюстрацией того, как развиваются бычьи тренды и как рост и «теория еще большего дурака» берут верх. Поначалу казалось, что в идее конгломератов было рациональное зерно. Они действительно позволяли диверсифицировать потоки прибыли и снижать ее волатильность, а вместе с ней и присущие акциям риски. В свою очередь, снижение рисков должно было приводить к повышению приведенной стоимости будущих прибылей. Объединение двух компаний реально означало увеличение прибылей и появление более крупной компании с более высокой рыночной капитализацией. Но когда эффект мультипликации начал взвинчивать цены акций, рынок поверил в свою собственную глупость. Кажущийся рост прибыли на акцию в результате поглощений стал цениться так же, как реальный, и коэффициент «цена/прибыль» начал расти так же быстро, как умножались прибыли. Вместо того чтобы покупать акции, имеющие реальную стоимость, теперь инвесторы интересовались видимым умножением прибыли и ростом коэффициента «цена/прибыль». Спираль раскручивалась до тех пор, пока обстоятельства на заставили Litton Industries напомнить всем, что это фикция.

В 1960-е гг. рынком овладела еще одна мания, которой удалось перешагнуть рубеж 1970-х. Этот феномен стоит упоминания, поскольку является наглядным примером того, как трезвый фундаментальный финансовый анализ на бычьих рынках уступает место безумию толпы. К тому же сейчас ясно видны признаки возвращения этого безумия. Предметом всеобщего вожделения стали так называемые «классные пятьдесят». В конце 1960-х гг. профессиональные инвестиционные менеджеры были очарованы полусотней акций роста, принадлежавших крупным известным компаниям, голубым фишкам, которые, казалось, будут расти вечно. В отличие от конгломератов, большинство из них не полагалось на слияния и эффект мультипликации. В декабре 1972 г., когда игра в «классные пятьдесят» достигла пика, коэффициент «цена/прибыль» индекса S&P 500 составлял порядка 18,9. У «классных пятидесяти» в это же время ниже значение коэффициента находилось на уровне 20, а верхнее достигало 70 и выше. В их число входили такие известные компании, как Walt Disney & Co, McDonald's, General Electric и IBM<sup>11</sup>. Однако нефтяной кризис 1973 г. и последовавшая за ним рецессия 1973–1975-х гг. обрушили фондовый рынок, и «классные пятьдесят» упали вместе со всеми.

Анализ «классных пятидесяти», не так давно проведенный профессором Джереми Сигелом, показал, что к 1997 г. эти акции продемонстрировали довольно хорошие результаты, совсем немного уступив в доходности индексу S&P 500 за тот же период. Это не эпитафия «классным пятидесяти», а скорее подтверждение того, что индексирование работает. В 1972 г. «классные пятьдесят» фактически играли роль индекса, включавшего 50 популярных, быстрорастущих акций крупных компаний. В некоторых отношениях он был очень похож на нынешний Dow. Индексные фонды, даже такие необычные, часто дают хорошие результаты.

## **Бычий рынок 1920-х гг.**

История 1920-х гг. может показаться в определенном смысле более актуальной, чем история 1960-х. Во всяком случае, человек, пытающийся увидеть в истории не только рассказ о прошлом, но и картину возможного будущего, может найти в ней несколько серьезных поводов для тревоги. Однако нас больше интересует беспрецедентный рост фондового рынка, нежели последующее обморочное состояние экономики. Если посмотреть на историю 1920-х гг., возникает три ключевых вопроса. Почему фондовый рынок взлетел так высоко в 1927–1929 гг.? Почему в 1929 г. он рухнул? И, главное, почему в 1929–1933 гг. американская экономика продолжила падение?

Чтобы напомнить о том, насколько глубокой была депрессия 1930-х гг. и почему она заслуживает внимания, достаточно лишь одного показателя: в 1932–1933 гг., когда было достигнуто дно, уровень безработицы составлял 25%, т. е. каждый четвертый американец трудоспособного возраста не имел работы. Конечно, данные экономической статистики того времени могут быть не совсем точными, и, скорее всего, реальный уровень безработицы был еще выше.

Хотя в целом десятилетие (1920-е гг.) было успешным, ситуацию нельзя характеризовать как непрерывный бум — фондовый рынок и экономика прошли через серию кратковременных подъемов и спадов. Десятилетие началось с краткосрочного подъема деловой активности, связанного с Первой мировой войной, который продолжался с марта 1919 по январь 1920 г. За ним последовала резкая рецессия, длившаяся с января 1920 по июль 1921 г. Затем были еще две рецессии, с мая 1923 по июль 1924 г. и с октября 1926 по ноябрь 1927 г. Рецессия 1920–1921 гг. была самой глубокой, с резким падением цен. Последующие спады оказались более мягкими. Если последние два десятилетия XX века приучили многих из нас к мысли, что рецессии — это просто короткие перерывы в длительных периодах экономического роста, то в 1920-е гг. и реальность, и настроения были совсем иными. В период с 1840 г. (с которого начинается отсчет деловых циклов) до 1919 г. более 40% всего времени США находились в рецессии. С 1945 г. эта доля сократилась примерно до 20%. И, наконец, в 1990-е гг. на рецессию пришлось всего 8 из 120 месяцев.

На рис. 2-2 представлена динамика фондового рынка в 1920-е гг., построенная на основе фондовых индексов Комиссии Коулса, разработанных Алфредом Коулсом в рамках анализа фондового рынка после краха 1929 г.<sup>12</sup> В первые две трети десятилетия, после окончания рецессии 1920–1921 гг. и до марта 1928 г., фондовый рынок рос с небольшими перерывами, в сумме набрав примерно 165%. За эти 80 месяцев средние темпы роста составили порядка 16% в год без учета дивидендов. Поскольку в 1920-е гг. размеры дивидендов были более значительными, чем сегодня, их исключение из рассмотрения упрощает сравнение с текущими данными. В марте 1928 г. рост рынка ускорился, и цены акций стремительно пошли вверх, достигнув максимума в сентябре 1929 г. За эти 18 месяцев они выросли на 63% при годовых темпах роста 38%. На пике рынка акции стоили в 4,3 раза дороже, чем в 1921 г.

Какими бы удивительными ни казались эти цифры, куда больше шокирует правая часть графика на рис. 2-2, где показан обвал рынка. К ноябрю 1929 г. цены акций упали почти на 33%. Несмотря на кратковременные отскоки, к июню 1932 г. рынок достиг дна, потеряв в совокупности 85% своей стоимости. (Восемьдесят пять процентов — это не опечатка.) Минимум июня 1932 г. был самой низкой точкой за предыдущие 35 лет, начиная с мая 1897 г.



**Рис. 2-2.** Фондовый рынок в 1920-е гг.

Двадцатые годы прошлого столетия ознаменовались не только впечатляющим ростом фондового рынка. Страна оправлялась от последствий Первой мировой войны, начала возрождаться экономика, и промышленные компании постепенно набирали силу. Появились первые корпорации в их современной форме и стали активно продвигать товары для «простого чело-

века». Компания Ford внедрила на своих заводах первые поточные линии, с которых сходили автомобили для массового потребителя. General Motors провела глубокую реорганизацию и показала остальным, какой должна быть организация в современной экономике. Электричество играло в 1920-е гг. ту же роль, что компьютеры и Интернет в 1990-е. Хотя электричество было известно уже несколько десятилетий, а электрическая лампочка была создана Эдисоном в Нью-Йорке еще в 1881 г., только в 1920-е гг. электроэнергия стала широко использоваться для освещения, в коммерческих целях и в промышленности. Последнее стало важным шагом для развития производства и повышения производительности труда.

Появилась новая отрасль — радио. Для ее развития была создана компания Radio Corporation of America. (Впоследствии ее приобрел концерн General Electric.) RCA превозносили за то, что она открывает путь в эру новых технологий. Ее исследования и разработки пользовались всеобщим признанием. Хотя компания не выплачивала дивидендов по акциям, она считалась лидером, потенциальной голубой фишкой. Во многих отношениях RCA была для своего времени аналогом Microsoft. Вместе с GM она вела за собой фондовый рынок к новым вершинам, начиная с марта 1928 г. Но она же стала одной из тех, кто сильнее всего пострадал от обвала рынка в конце 1929 г.

GM и RCA были символами «новой эры», провозглашенной в 1920-е гг., и доминировали на рынке. В 1928–1929 гг. разговоры о фондовом рынке и акциях велись повсюду, казалось, что в Америке на бирже играют все. Инвестиционный бизнес обнаружил, что инвестирование не обязательно прерогатива состоятельных людей и может быть доступно широким массам. В начале десятилетия появились и стали очень популярными инвестиционные тресты — предшественники современных взаимных фондов, — которые позволили людям со скромными средствами владеть диверсифицированными портфелями акций. В конце десятилетия такие тресты появлялись как грибы после дождя.

Идея новой эры проникла в прессу и не оставила в стороне фондовые индексы. В сентябре 1928 г. агентство Dow Jones увеличило число акций, входящих в индекс Dow Jones Industrial Average, с 20 до 30. В расчетную базу было добавлено несколько новых имен. Шесть компаний исключили из расчетной базы. Четыре из них казались почти пережитками старой экономики — American Car Foundry, American Locomotive, US Rubber and United Drug Co. Две другие — Western Union и American Telephone and Telegraph (AT&T) — вошли в новый индекс коммунальных компаний Dow Jones Utility Average, введенный в начале 1929 г. В 1938 г. AT&T исключили из индекса коммунальных компаний, а в 1939 г. вновь ввели в промышленный индекс, где она заменила IBM. Впоследствии IBM вернулась в промышленный индекс. Новые члены, занявшие место представителей старой экономики в расширенном Industrial Average, были лидерами новой экономики 1920-х гг. В их число входили технологические компании — Radio Corporation of America и Victor Talking Machine Company; компании розничной торговли — Sears Roebuck &

Co; автопроизводители — Chrysler Corporation и Nash Motors Company (в то время компания Ford не была публичной); нефтяные компании, включая Standard Oil Co (из Нью-Джерси), впоследствии переименованную в Exxon Mobil. Если прежняя версия Dow Jones Industrial Average дышала историей, то версия 1928 г. отражала веяния нового времени.

В дискуссиях о фондовом рынке на фоне его стремительного роста в 1928–1929 гг. отчетливо звучали две ключевые мысли. Во-первых, считалось, что рост цен акций был обусловлен сильной экономикой, высокими прибылями и развитием технологий. Действительно, в период с 1920 или 1921 г. до начала 1928 г. это предположение во многом было верным. Среднее значение коэффициента «цена/прибыль» увеличилось с 8,8 в 1923 г. (в 1921 г. и 1922 г., после рецессии 1920–1921 гг., прибыли упали, а коэффициент вырос) до 13,7 в 1928 г. Хотя в 1928 г. коэффициент поднялся еще выше, его повышение скорее отражало растущие ожидания инвесторов, которые казались вполне обоснованными на фоне уверенного роста цен с 1923 по 1928 г. Между тем с 1923 по 1929 г. дивидендная доходность упала с 5,98 до 3,98%<sup>13</sup>. Дивиденды, измеряемые в долларах на акцию, росли, но не так быстро, как цены. Ирвинг Фишер, один из самых известных американских экономистов того времени и профессор Йельского университета, утверждал, что высокие цены акций были оправданы ростом дивидендов и прибыли.

Вторая мысль, эхом отдававшаяся на Уолл-стрит, состояла в том, что экономика 1920-х гг., развитие технологий, чудеса электричества, массовое производство и радио — беспрецедентны и не имеют аналогов в прошлом. Несмотря на периодические спады и рецессии, в воздухе витало ощущение, что отныне экономика может только расти и развиваться. Идеи и настроения того времени хорошо представлены в интервью с Джоном Раскобом, одним из руководителей компании General Motors, которое тот дал журналу для женщин *Ladies' Home Journal*. Интервью было опубликовано под названием «Каждый должен быть богатым». Экономические прогнозы Раскоба и его рекомендации по вложению средств были не менее оптимистичными, чем ситуация на фондовом рынке, — статья вышла за несколько дней до того, как рынок достиг своего исторического максимума в сентябре 1929 г. Этот уровень рынку не удавалось превзойти вплоть до 1954 г.

Если цифры говорят о том, что подъем в период с 1921 по 1928 г. имел под собой разумные основания, то ничто в динамике прибылей или дивидендов или экономической ситуации на тот момент, кажется, не может объяснить ускоренного роста цен акций, начавшегося в марте 1928 г. и продолжавшегося до осени 1929 г. Фактически каждый, кто пытается проанализировать рыночную активность с начала 1928 г. до середины 1932 г., приходит к выводу, что рынок зашел слишком далеко, рос слишком быстро и в конце концов заставил всех заплатить за собственную алчность. В конечной фазе подъема фондовый рынок не только взвинчивал сам себя, но и тянул за собой экономику и финансовые рынки. Кредиты под залог ценных бумаг на приобретение акций были легкодоступны. Но процентные ставки по этим кредитам росли,

что наводит на мысль о том, что именно растущий фондовый рынок стимулировал кредитное финансирование, а не легкодоступные деньги способствовали росту спекуляции на рынке. Изменения в сфере банковского кредитования и корпоративных финансов на протяжении 1920-х гг. также увеличивали приток финансов на фондовый рынок, но именно рынок был двигателем этого процесса, а не банки. Наконец, произошло резкое увеличение количества первоначальных публичных предложений акций (ИПО). И опять именно растущий рынок подталкивал компании к выходу на биржу, а не бешеное стремление к наращиванию собственного капитала провоцировало спекулятивный рост рынка. Короче говоря, сложно найти одного-единственного злоумышленника, которого можно обвинить в безумном 16-месячном росте рынка.

Последовавший обвал приводит в замешательство в не меньшей мере. По всей видимости, он был вызван не столько внешними причинами, сколько изменениями на самом рынке. За несколько дней в конце октября 1929 г. рынок потерял примерно треть своей стоимости. За свою историю фондовый рынок переживал лишь два сопоставимых по масштабу падения — в 1907 и 1987 г. Из них наиболее тяжелым был крах 1907 г.

То, что последовало дальше, было катастрофой во многих отношениях. Несмотря на то, что федеральному резервному банку Нью-Йорка удалось не допустить мгновенного крушения фондового рынка, денежно-кредитная политика никогда не могла остановить волну страха и тревоги, которая захлестывает экономику в такие моменты. Когда ситуация ухудшается на протяжении недель, переходящих в месяцы, готовность инвестировать или идти на финансовые риски исчезает, а вместе с ней угасает и экономика. В довершение всего сложности на иностранных рынках и попытки поддержать национальные денежные системы, выстроенные на основе золотого стандарта, ограничивали возможности применения стимулирующей экономической политики. Результатом стал коллапс, намного превосходящий все то, что наблюдалось на фондовом рынке и до того, и после.

Эти события оставили и более долговременное наследие, некоторые аспекты которого мы начинаем понимать только сегодня. Современная система финансового регулирования и регулирующих органов во многом была сформирована после краха 1929 г. Защита инвесторов, Комиссия по ценным бумагам и биржам, регулирование деятельности взаимных фондов, финансовых структур банков, брокеров, инвестиционных банков и даже электрогенерирующих компаний — все это появилось после 1930-х гг. в качестве мер по предотвращению подобного в будущем. Рыночный крах 1929 г. и последующие события впечатались в социальную память нации: не одно поколение американцев боялось вкладывать деньги в акции. На протяжении 1950-х, 1960-х и даже 1970-х гг. надежными считались облигации, а акции воспринимались как спекулятивные и опасные инструменты.

## Глава 3

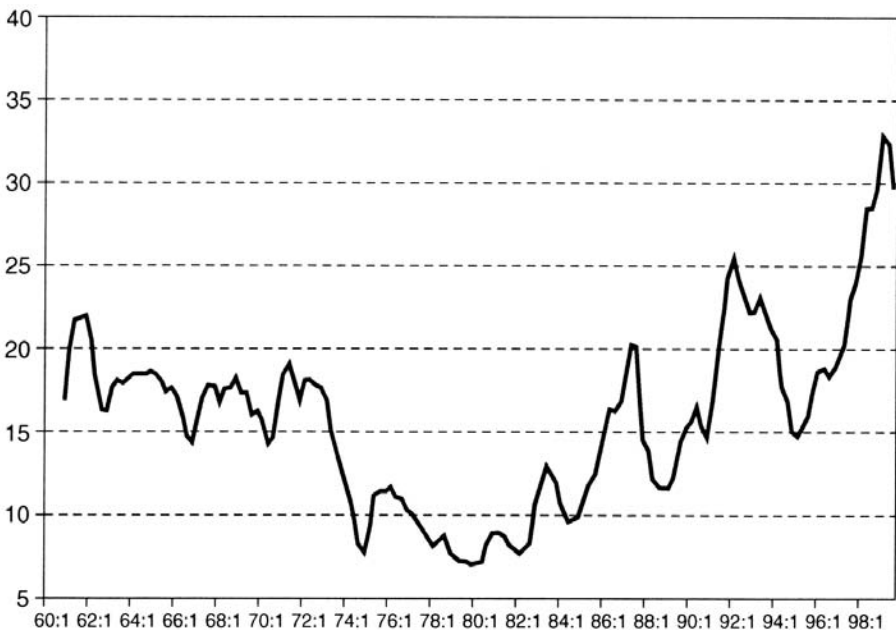


# Истоки великого бычьего рынка

**П**оследние два десятилетия, начиная с 1982 г., рынок демонстрировал очень хорошую доходность, однако результаты последних пяти лет, с 1995 по 1999 г., просто невероятны. Вот несколько цифр, показывающих, насколько удачными были последние 20 лет. С 1926 по 1999 г. один год из каждых трех лет был отмечен падением рынка. Кумулятивная годовая доходность акций с августа 1982 по декабрь 1999 г. составила 19,9%, что гораздо выше доходности периода с 1926 по 1999 г. (11,3%) и определенно выше доходности периода с 1926 по июль 1982 г. (8,8%). Проще говоря, любой инвестор, который ушел с фондового рынка в промежутке между августом 1982 и концом 1999 г., совершил ошибку. В этой главе мы постараемся разобраться, что стало причиной нынешнего бычьего рынка, который начался летом 1982 г. и продолжается до сих пор.

Один из подходов к пониманию последнего бычьего рынка — это анализ значимых экономических событий, произошедших за последние 20 лет. Но, на мой взгляд, этот путь малоэффективен: вряд ли у кого найдется время штудировать экономические энциклопедии и альманахи. Поэтому, чтобы немного упорядочить наши представления о фондовом рынке, начнем с нескольких простых принципов, объясняющих, как работает рынок и что движет его стоимостью. Когда вы покупаете акции — отдельные или портфель, например S&P 500, — вы покупаете будущие прибыли на эти акции. Многие инвесторы оценивают акции по тому, сколько им придется заплатить за \$1 прибыли, т.е. по отношению цены и прибыли. (Или коэффициента «цена/прибыль», который определяется как цена акции, деленная на величину прибыли на акцию за предыдущий год). Если коэффициент «цена/прибыль» низок, плата за \$1 прибыли невысока, и акции считаются дешевыми. Если коэффициент высок, \$1 будущей прибыли обойдется инвестору гораздо дороже, и акции считаются дорогими.

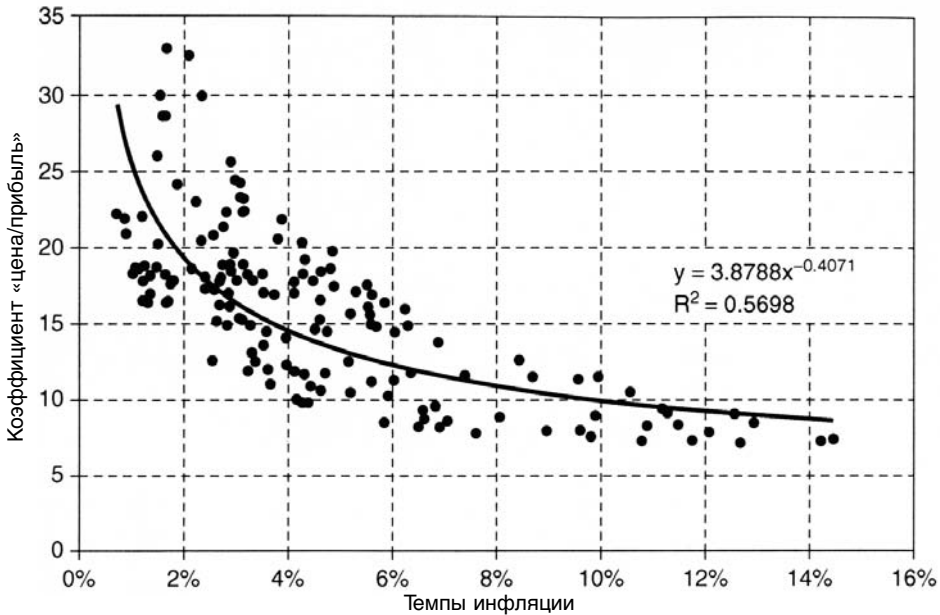
Величина коэффициента «цена/прибыль» не постоянна и меняется с течением времени. На рис. 3-1 показана динамика этого показателя для акций, входящих в индекс S&P 500, за последние 20 лет. Как видите, его значение колеблется. Это происходит под влиянием двух взаимосвязанных факторов — инфляции и реальных процентных ставок. Как показывает практика, более высокие темпы инфляции обычно приводят к снижению коэффициента «цена/прибыль». По всей видимости, это объясняется тем, что высокая инфляция увеличивает неопределенность будущего и оказывает давление на прибыли, что, в свою очередь, приводит к снижению цены акций и ее величины относительно прибыли. На рис. 3-2 показано, как коэффициент «цена/прибыль» менялся в зависимости от темпов инфляции на протяжении последних 40 лет. Как можно заметить, высокие темпы инфляции (горизонтальная ось) обычно соответствуют более низкому коэффициенту «цена/прибыль» (вертикальная ось). Начиная с 1982 г. наблюдалось замедление инфляции. Если в 1982 г. уровень инфляции, рассчитываемый по индексу потребительских цен, составлял 6,8%, то в 1999 г. — всего 2,4%. Снижение инфляции примерно до трети от прежнего уровня должно было повлечь за собой повышение цен акций и, соответственно, коэффициента «цена/прибыль». Мы можем связать между собой эти две величины на основе имеющихся статистических данных. Одна из кривых представлена на рис. 3-2. Опираясь на эту зависимость можно увидеть, как снижение инфляции повлияло на рост фондового рынка.



**Рис. 3-1.** Динамика коэффициента «цена/прибыль» для S&P 500, 1979–1999 гг.



Помимо инфляции на акции влияют процентные ставки. Чувствительность коэффициента «цена/прибыль» к процентным ставкам объясняется тем, что его знаменатель — прибыль — представляет собой доход инвестора от покупки акций.

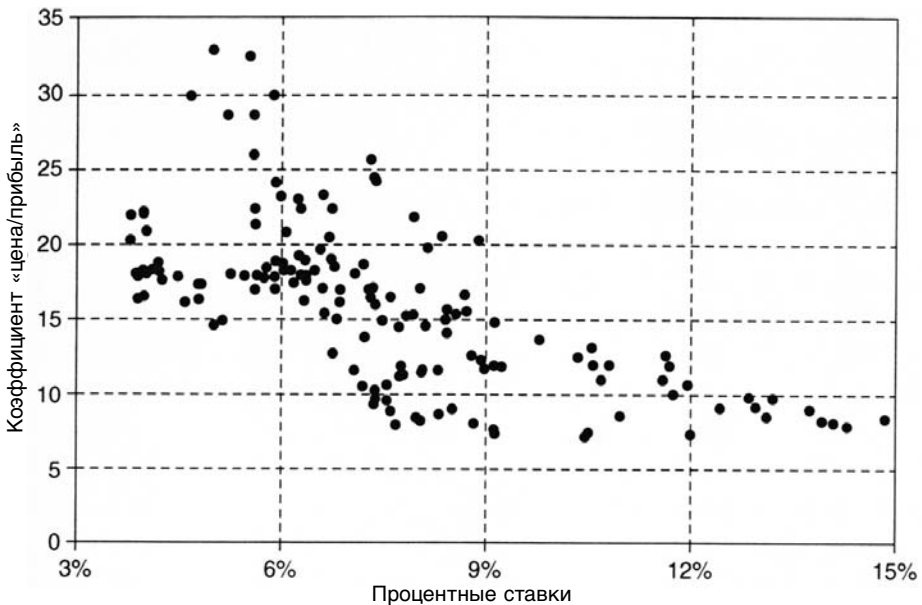


**Рис. 3-2.** Зависимость коэффициента «цена/прибыль» от темпов инфляции, 1959–1999 гг.

На рис. 3-3 показана зависимость между реальной процентной ставкой и коэффициентом «цена/прибыль» аналогично зависимости коэффициент «цена/прибыль» — инфляция на рис. 3-2. В 1982 г. процентные ставки по 10-летним казначейским облигациям составляли порядка 14%, а к концу 1999 г. они упали до 6%, т. е. на 8 процентных пунктов.

В совокупности изменение реальной процентной ставки и темпов инфляции указывает на то, что в 1999 г. коэффициент «цена/прибыль» должен быть выше, чем в 1982 г. На практике так и произошло. Если в 1982 г. коэффициент «цена/прибыль» для индекса S&P 500 был равен 8,7, то к концу 1999 г. он достиг 32. Конечно, этот коэффициент нельзя считать единственным фактором, влияющим на цены акций. Другим фактором были растущие прибыли. С 1982 по 1999 г. размер прибыли на акцию увеличился с \$12,64 до \$50, т. е. почти в четыре раза. Если сложить одно с другим, то можно в определенной мере объяснить причины возникновения бычьего рынка, но не полностью. Табл. 3-1 показывает, что совокупность трех факторов — замедления инфляции, снижения реальных процентных ставок и роста прибылей — действительно привела к существенному росту цен акций за последние 18 лет. Существенному, но не настолько высокому, который мы реально получили.

У нас остается разница примерно в 27% между объяснимым или предсказанным ростом рынка акций и реальным ростом S&P 500 с конца 1982 до конца 1999 г. С одной стороны, можно сказать, что причина кроется в изначально заниженных ценах: накануне 1982 г. экономика находилась в глубокой рецессии, безработица держалась на уровне 10%, настроения были пессимистичными. Не исключено, что так оно и есть.



**Рис. 3-3.** Зависимость коэффициента «цена/прибыль» от процентных ставок, 1959–1999 гг.

С другой стороны, можно предположить, что в конце 1999 г. акции были переоценены, на рынке царил эйфория, игроки демонстрировали чрезмерный оптимизм. Так это или нет, покажет будущее. Но даже если оба этих аргумента несут долю истины, разница в 27% слишком велика, чтобы ее можно было объяснить только с их помощью. И еще: прежде чем двигаться дальше, я хотел бы сделать оговорку. Анализ — хорошая вещь, но не абсолютная. Не стоит придавать слишком большого значения относительно небольшим цифрам или бросаться инвестировать, если рынок недооценен на 5%. Такого рода оценки весьма приблизительны.

Мы уже говорили о том, как меняется поведение инвесторов на бычьих рынках. Если в нормальных условиях они покупают акции, потому что считают их недооцененными относительно ожидаемых в будущем дивидендов и прибылей, то в условиях эйфории бычьего рынка инвесторы покупают акции в расчете на то, что смогут продать их по более высокой цене. Проще говоря, на бычьих рынках инвесторы более уверены в будущем и видят меньше риска в покупке акций, чем на медвежьих.

Таблица 3-1

**Влияние инфляции, процентных ставок и прибылей на цены акций**

Факторы	1982 г.	1999 г.	Степень влияния
Темпы инфляции	6,5%	2,0%	1,61x
Реальная процентная ставка	6,8%	3,4%	1,51x
Прибыль на акцию	\$12,64	\$50,00	3,96x
Общее влияние на цены акций	—	—	9,63x
Реальный рост рынка акций	120	1465	12,21x

Изменение восприятия риска инвесторами можно оценить количественно. Цены акций подвержены гораздо бóльшим колебаниям, чем цены облигаций или казначейских векселей. Если вы покупаете шестимесячный казначейский вексель с процентной ставкой 5%, то платите примерно \$9750 при номинале \$10 000. Через шесть месяцев, когда наступает срок погашения, государство выплачивает вам \$10 000. Разница между \$9750, которые вы заплатили за вексель, и \$10 000, полученными от государства, т. е. примерно 2,5% от \$10 000, — это и есть ваш доход или заработанный процент. Но, что гораздо важнее, казначейские векселя не прыгают сильно в цене. В течение всех шести месяцев ваш вексель, купленный за \$9750, скорее всего будет торговаться между \$9500 и \$10 000, ну, может быть, \$10 250. С акциями дела обстоят иначе — их волатильность на порядок выше. За шесть месяцев цена акций может измениться намного больше, чем  $\pm 2,5\%$ . Инвесторы — как и все остальные люди — не любят неопределенности. При равенстве прочих условий, мы предпочитаем держать акции, чьи цены поддаются прогнозированию и не подвержены сильным колебаниям. Да, мы хотим иметь акции, которые растут в цене, но мы также хотим, чтобы этот рост был обоснованным, стабильным и прогнозируемым.

Разумеется, если взять две акции, одна из которых имеет стабильную цену, а другая демонстрирует безумные скачки вверх и вниз, но предлагает с вероятностью семь к десяти годовой рост в 50%, то многие выберут волатильную акцию с 50-процентной доходностью. Дополнительная доходность, которую вы рассчитываете или хотите получить в качестве компенсации за бессонные ночи из-за скачков цен, и есть мера вашей готовности идти на риск ради доходности. Мнения отдельных инвесторов о случайно выбранных акциях не имеют большого значения, но в совокупности они становятся важным фактором воздействия на фондовый рынок. На протяжении последних 75 лет, начиная с 1926 г., когда появились достоверные данные по доходности акций и казначейских векселей, среднегодовая доходность первых была на 6% выше, чем доходность последних. Другими словами, за готовность вкладывать деньги в волатильные высокорисковые акции, а не в привычные низкорисковые казначейские векселя инвесторы в среднем получали дополнительно 6% в год. Хотя 6% могут показаться ничтожной цифрой, это не так. За 12 лет 6% годовых удвоят ваши вложения.

Экономисты до некоторой степени озадачены такой разницей в доходностях. Они назвали эти 6% «премией за риск, связанный с акциями» — премией к доходности, которую держатели акций получают за принятие более высокого риска. Считается, что размер премии отражает степень отвращения инвесторов к риску (неприятия риска, на биржевом сленге), что представляется маловероятным. Однако эта загадка играет инвесторам на руку. Экономисты потратили массу времени на изучение феномена премии за риск. Известно, что она может сильно меняться с течением времени в зависимости от состояния рынка. Также известно, что даже небольшие изменения в размере премии могут приводить к значительным изменениям в обоснованной стоимости рынка.

Все это позволяет объяснить оставшиеся 27% прироста стоимости рынка акций, о которых мы говорили выше. Когда бычий рынок 1990-х гг. набрал силу, инвесторы зарядились оптимизмом и влюбились в фондовый рынок. Они почти поверили в то, что рынок превратился в беспроигрышную лотерею. На волне таких настроений премия за риск снижалась, а стоимость рынка росла. Чтобы обоснованно говорить о недооцененном рынке в 1982 г. или переоцененном рынке в 1999 г., требуется некий ориентир, от которого можно оттолкнуться. Учитывая ситуацию в 1981–1982 гг., когда многие люди были обеспокоены высоким уровнем инфляции и безработицы, затянувшейся рецессией и перспективой экономического кризиса, низкая стоимость рынка на тот момент могла быть вполне обоснованной или даже немного завышенной. В то же время, на фоне низкой премии за риск и умеренного уровня беспокойства по поводу рисков, волатильности и падения цен акций у нынешних инвесторов, стоимость рынка в 1999 г. тоже можно считать обоснованной. Если на то пошло, еще недавно некоторые утверждали, что рынок акций значительно недооценен, несмотря на его активный рост за последние пять лет<sup>14</sup>.

У премии за риск есть еще один аспект, который мы должны понимать: когда люди считают, что ситуация на рынке улучшается, они готовят почву для того, чтобы доходность акций не улучшилась, а ухудшилась. Предположим, что стандартная или средняя премия за риск равна историческому среднему значению 6%. Это означает, что, когда риски акций и казначейских векселей близки к своим историческим средним уровням, акции имеют доходность на 6 процентных пунктов выше, чем казначейские векселя. Но если все считают, что мы вступили в золотую эру, где высокая надежность акций делает их не более рискованными, чем казначейские векселя, то 6-процентная премия постепенно исчезает, и акции начинают приносить столько же, сколько векселя. В лучшие времена акции не несут дополнительного риска, не приносят дополнительной прибыли и становятся неинтересны.

Но не спешите впадать в уныние. Вступить в золотую эру на фондовом рынке — это здорово. Предположим, что в 1994 г., перед началом великого бычьего рынка, риски акций и казначейских векселей были близки к своим историческим средним значениям. Затем, когда инфляция и безработица

упали до самых низких уровней за последние 30 лет и ФРС показала свою способность справляться с финансовыми кризисами, (кажущиеся) риски акций снизились. В результате этого компании увеличивали прибыли и росли в условиях сильной экономики, акции должны были существенно вырасти. Почему? Более низкий риск при том же или более высоком размере прибыли и дивидендов. Когда стоимость акций существенно повышается, их цены начинают идти вверх, как это было в 1995–1999 гг. Но бычий рынок сам роет себе яму — когда из акций выдавлены все риски, они растут так быстро, как растут прибыли на них. Но этот рост, хотя и впечатляющий, объясняет всего 20% прироста рынка акций с 1982 по 1999 г.

Так что же породило бычий рынок? Во-первых, в период с 1982 г. по 1999 г. прибыли выросли почти в четыре раза. Во-вторых, замедлились темпы инфляции, что подтолкнуло рост коэффициента «цена/прибыль». В-третьих, произошло снижение реальных процентных ставок, что также поддержало рост этого коэффициента. Наконец, низкие темпы инфляции вкупе с низкими процентными ставками создали условия для экономического бума, в условиях которого люди стали видеть в акциях менее рискованный объект вложения средств. Вступление в эру низких рисков оказалось весьма увлекательным делом, как показал нам конец 1990-х гг.

Где же в этой истории Интернет? Безусловно, Интернет сыграл свою роль в становлении сильной экономики, но не он является главной причиной подъема фондового рынка. Он стал одной из главных причин подъема рынка технологических акций, а это уже другая история.



## Глава 4



# Оценка рынка

**В**се бычьи рынки раньше или позже заканчиваются. Сложно, а подчас и невозможно предсказать, когда это произойдет, но это случится обязательно. Однако поскольку за одним бычьим рынком когда-нибудь непременно придет другой, хотелось бы знать, что делать в его ожидании. Ситуация на рынке меняется намного быстрее, чем пишутся книги. К тому моменту, когда эта книга выйдет из печати и попадет в руки читателя, фондовый рынок вполне может развернуться. Будем надеяться, что этого не случится, но в инвестировании, как на войне, правило «предупрежден — значит вооружен» весьма актуально. В этой главе мы бегло взглянем на то, что может ожидать нас в ближайшем будущем и как поступать при различных сценариях развития событий. Начнем с хорошего: какую стратегию инвестирования избрать, если бычий рынок продолжится. Затем перейдем к нейтральным вопросам: на какие предупредительные сигналы следует обращать внимание. И закончим плохим сценарием: что делать, если на смену бычьему тренду придет медвежий. Эта глава предваряет часть IV, в которой мы поговорим о том, как сформировать инвестиционный портфель с учетом отношения к риску и времени, которое осталось до того момента, когда вы начнете расходовать деньги.

### **Во что инвестировать, если бычий рынок продолжится**

Конечно в акции. И в хорошие, и в плохие времена акции позволяли заработать больше, чем любые другие объекты инвестирования. Да, иногда акции падают, и иногда падают очень долго. Но до сих пор они всегда возобновляли рост и щедро вознаграждали наиболее терпеливых инвесторов. После обвала осенью 1929 г. акции падали в течение трех лет. Их путь назад был

долгим — только в 1954 г., через 25 лет, индекс Dow Jones вернулся к уровню 1929 г. Но если бы вы вложили деньги в S&P 500 на пике рынка в 1929 г., продолжали держать акции и реинвестировать дивиденды, то вы бы прошли точку безубыточности уже в июне 1945 г., т. е. всего 16 лет спустя. Честно говоря, вам бы пришлось изрядно понервничать, когда в июне 1932 г. стоимость всех вложений сократилась до 17% от первоначальной суммы. Но если бы вам хватило прозорливости купить акции не на пике в августе 1929 г., а на дне, т. е. в июне 1932 г., то стоимость ваших вложений выросла бы к июню 1945 г. почти в семь раз.

В какие акции? В диверсифицированный, низкозатратный портфель с широкой базой, т. е. такой, который предлагает индексный фонд S&P 500 или биржевые индексные фонды (ETF). Некоторые инвесторы считают, что акции небольших компаний, компаний малой капитализации, в долгосрочной перспективе показывают лучшие результаты, чем голубые фишки. Что ж, когда такие акции растут, они действительно приносят хорошую доходность. Если вы любитель рискованной игры, то можете вложить часть денег в акции небольших компаний. Но если вы считаете, что более высокий риск не дает дополнительного выигрыша, то лучше оставайтесь в акциях компаний высокой капитализации. Акции иностранных компаний — еще одна область, притягивающая сегодня интерес инвесторов. Эти акции можно разделить на две группы: развитые экономики и развивающиеся рынки. К развитым странам относится Канада, большинство стран Западной Европы, Япония, Австралия и Новая Зеландия. Такие акции можно включить в свой портфель, но не стоит рассчитывать на то, что они существенно повысят его доходность. Как и США, все эти страны имеют развитую экономику. С какой стати компании, скажем, в Германии или Японии должны быть на порядок более (или менее) прибыльными, чем компании в Соединенных Штатах? По этой причине не стоит ожидать и кардинального разрыва в доходности акций. Ситуация на развивающихся рынках совершенно иная. Они похожи на компании малой капитализации, только гораздо менее предсказуемы. Если они растут, то могут достигать невероятных высот, но когда падают, то могут упасть очень низко. Для рискованных игроков, которым скучно инвестировать в акции компаний малой капитализации, это хороший шанс. В целом же выбор инвестиционной стратегии зависит от двух вещей: вашей готовности к риску и предполагаемого срока инвестиций. В следующих главах мы вернемся к этому вопросу.

## **Может ли закончиться бычий рынок**

Не только может, но и обязательно закончится в какой-то момент. Вот почему мы должны знать, во-первых, как спрогнозировать этот момент и, во-вторых, что делать, когда он наступит. Первым признаком того, что бычий рынок подходит к концу, является падение цен акций. Это кажется очевидным,



но иногда люди забывают про очевидное. Акции редко демонстрируют прямолинейный рост на протяжении нескольких дней и недель подряд. Их цены все время прыгают то вверх, то вниз. Хотя бычий рынок 1990-х подарил нам самый устойчивый рост за всю историю рынка, даже на нем случались падения. В августе и сентябре 1998 г. S&P 500 снизился почти на 20%, когда Россия объявила дефолт по государственному долгу. С июля по октябрь 1999 г. рынок хотя и не падал, но и не рос.

Рыночные аналитики обычно исходят из того, что падение менее чем на 10% от последнего максимума является нормальным отклонением. Падение от 10% до 20% считается «коррекцией», а свыше 20% — медвежьим трендом. Важно и то, как долго продолжается движение вниз. Короткое резкое падение на 20% в течение шести недель, за которым следует отскок, вероятно, будет недостаточным для того, чтобы многие инвесторы успели пересмотреть свои портфели. Падение на 40% в течение года — хуже не в два раза, а во много раз.

Помимо падения цен есть еще три ключевых фактора, наблюдение за которыми помогает инвестору определить, чем является текущее падение: краткосрочным отклонением, коррекцией или же началом медвежьего рынка. Это процентные ставки, экономика и стоимость акций.

Высокие или растущие процентные ставки — враг растущего фондового рынка. Среди основных процентных ставок, которые необходимо отслеживать, — ставка по федеральным фондам, доходность 10-летних и 30-летних казначейских облигаций. Федеральная резервная система способна эффективно воздействовать на величину ставки по федеральным фондам. Повышение ставки на протяжении последних шести-девяти месяцев говорит о том, что федеральное правительство пытается сдержать рост экономики, — не очень хороший сигнал для фондового рынка. В равной мере плохо, если доходность по 10-летним и 30-летним казначейским облигациям выше, чем была полгода или год назад. Сложно установить планку, при достижении которой процентные ставки начинают негативно влиять на фондовый рынок, поскольку здесь задействовано множество факторов. Но если доходность казначейских облигаций превышает 8%, инвесторам следует насторожиться. Наконец, если ставка по федеральным фондам выше, чем доходность 10-летних и 30-летних казначейских бумаг, это тоже неблагоприятный сигнал для рынка. Короче говоря, если процентные ставки демонстрируют все из вышперечисленных признаков, фондовый рынок с вероятностью один к трем вступает в продолжительную медвежью фазу, а не просто берет небольшую передышку.

Сильная экономика и растущий фондовый рынок обычно идут рука об руку. Когда экономика на подъеме, люди работают, инфляция замедляется, а прибыли растут, трудно представить, что акции могут падать. По этой причине инвесторы должны быть в курсе экономической ситуации. Отслеживайте два-три основных показателя и проверяйте, не ухудшаются ли они. Среди наиболее значимых показателей — уровень безработицы (плохо, если

он повышается), рост цен на потребительские товары (тоже плохо, если он повышается) и рост реального ВВП. Последний иногда называют просто экономическим ростом; чем он выше, тем лучше.

Третий индикатор, измерить который сложнее всего, — это недооцененность или переоцененность акций. Цены акций подвержены сильным колебаниям. Даже если удастся рассчитать «справедливую» стоимость акции, ее цена, скорее всего, будет отклоняться в широких пределах от этого уровня. На бычьем рынке акции недолго остаются недооцененными. Конечно, справедливая стоимость тоже меняется с течением времени: на сильном бычьем рынке она растет вместе с ростом цен. Существует много моделей расчета справедливой стоимости акций, но до сих пор ни одна из них не показала себя стопроцентно точной. Следовательно, эти модели следует использовать с большой осторожностью. В некоторые моменты рынок акций вполне может оказаться переоцененным или недооцененным на 50% и больше.

Простое эмпирическое правило — взять ожидаемую прибыль на акцию для индекса S&P 500 на текущий или следующий год и поделить на доходность 10-летних казначейских облигаций (одну из вышеупомянутых процентных ставок). Это и будет «справедливая» стоимость S&P 500. Если это делается в первом полугодии, нужно взять ожидаемую прибыль на акцию в текущем году; во втором полугодии — ожидаемую прибыль в следующем году<sup>15</sup>. Например, если ожидаемая прибыль на акцию составляет \$60, а доходность казначейских облигаций — 6%, то справедливая стоимость равна  $60/0,06=1000$ . Поскольку в конце 1999 г. S&P 500 находился на отметке примерно 1470 пунктов, это значит, что рынок был переоценен приблизительно на 47%.

Если по всем трем индикаторам вы получаете негативные сигналы — повышаются процентные ставки, замедляется экономика, рынок значительно переоценен, — очень вероятно, что на пороге затяжной спад. Если же процентные ставки повышаются, но экономика демонстрирует уверенный рост, а фондовый рынок переоценен не больше, чем шесть месяцев назад, подъем может возобновиться, поэтому паниковать не стоит.

## **Что делать, если бычий рынок закончился**

Во-первых, не паниковать. Это, пожалуй, самое главное. Во-вторых, когда акции резко падают, через какое-то время они обычно отскакивают вверх, независимо от того, что будет происходить дальше. Поэтому, если начинается обвал рынка, не пытайтесь избавиться от акций в тот же день, когда все вокруг рушится. Лучше немного подождать и составить план действий по постепенному изменению своего портфеля инвестиций в течение нескольких недель или месяцев.

Самое важное при составлении плана — знать, куда вложить то, что осталось в вашем портфеле. Скорее всего, выбор падет на какие-либо кратко-

срочные инвестиции, например казначейские векселя или фонд денежного рынка. Но прежде чем уходить с фондового рынка, подумайте еще раз. Все, кто покинул рынок после 1982 г. и до конца 1999 г. (когда была написана эта книга), совершили ошибку. В «черный понедельник» 19 октября 1987 г., когда рынок обвалился, лучше всего было... ничего не делать. В итоге больше всех заработал тот, кто продолжал держать акции. Если посмотреть на историю S&P 500 или других американских фондовых индексов, можно увидеть, что не было ни одного 20-летнего периода, когда облигации или казначейские векселя приносили более высокую доходность, чем акции. И очень мало 10-летних периодов, когда акции уступали в доходности облигациям или векселям. Вот почему решение остаться на рынке может быть самым мудрым. Конечно, если деньги потребуются вам в течение года, вкладывать их в акции не имеет смысла. Но для долгосрочных инвесторов совет таков — оставайтесь в акциях.



## Глава 5



# Что не надо делать на рынке

**И**спользуя индикаторы из предыдущей главы, можно делать обоснованные предположения о том, в каком направлении рынок будет двигаться дальше и продолжится ли бычий тренд. Не пытайтесь поймать наилучший момент для покупки или продажи акций, о чем стоит подумать — так это о снижении некоторых инвестиционных рисков. Хотя эти две вещи часто путают, они в корне различны. С точки зрения риска вы должны ответить на два ключевых вопроса: сколько денег вложить в фондовый рынок и что покупать.

### Заблуждения, связанные с маркет-таймингом

В основе стратегии маркет-тайминга лежит идея о том, что можно предугадать, когда рынок пойдет вверх, а когда вниз. Если держать акции, когда те растут, и казначейские векселя, когда акции падают, то можно заработать гораздо больше, чем просто оставаясь в акциях. Ключевое слово здесь «если». За те два десятилетия, что я провел на Уолл-стрит, мне ни разу не довелось увидеть, чтобы такой подход принес по-настоящему хорошие результаты. Учитывая непредсказуемость фондового рынка, это и неудивительно. Во-первых, вам нужно правильно угадать не один, а много раз подряд. Ходит немало историй о том, как люди уходили с фондового рынка весной и летом 1987 г. накануне октябрьского обвала. Все они заканчиваются тем, что инвесторы вкладывают деньги в облигации и держат их очень долго — ни одному не удается «поймать дно», т.е. вернуться в акции на минимуме. Дно было достигнуто в момент обвала — рынок не пошел ниже и вскоре вновь стал расти.

Во-вторых, ловить рынок пытаются очень многие, и среди них есть настоящие асы. Если никто из них до сих пор не добился желанного результата,

то почему это удастся вам (или мне)? По фондовому рынку накоплено огромное количество данных и статистики, пожалуй, больше, чем в любой другой области, включая бейсбол. Однако те, кто пытается найти закономерности и повторяющиеся фигуры движения цен, сталкиваются с двумя проблемами. Первая проблема: если очень постараться, то можно увидеть закономерности даже там, где их нет. Вот простой пример. Представьте, что вы берете колоду карт, тасуете ее и снимаете верхние десять. Из них семь оказываются красными. На второй раз вы вытаскиваете шесть красных карт, на третий — пять. Значит ли это, что на четвертый раз вы вытащите четыре красные карты? Нет. Если вы хорошо тасуете колоду, каждая новая раздача карт не зависит от предыдущих. Пока вы не начали эту игру, вы наверняка и не подозревали о существовании такой закономерности, как уменьшение числа красных карт при каждой раздаче. Однако ложные закономерности прямо бросаются в глаза. Это вторая проблема при поиске системы в поведении рынка. Вместо того чтобы сначала решить, что искать, большинство так называемых маркет-таймеров позволяют цифрам вести их за собой. Поразительно, но цифры всегда о чем-нибудь говорят, если наблюдать за ними достаточно долго. Если сказанного недостаточно, то добавлю, что фондовый рынок куда более хаотичен и волатилен, чем большинство из нас может себе представить.

Есть еще одна причина, по которой стратегия маркет-тайминга вряд ли сможет работать приемлемо длительное время, даже если вы вроде бы нашли некую систему, которая однажды сработала. Участники фондового рынка наблюдают не только за рынком, но и друг за другом. Допустим, кто-то обнаруживает, что нужно покупать акции, если те выросли на 10% за неделю, предшествующую полнолунию. (Согласен, звучит глупо, но многие популярные сегодня теории ничуть не лучше.) Если это сработало, идея находит последователей, и в следующий раз, когда акции вырастут на 10% за неделю до полнолуния, они кинутся покупать. К моменту наступления полнолуния цены акций взлетят вверх. Когда луна пойдет на убыль, кто-то удивится такому подъему цен, а кто-то начнет продавать. Короче говоря, любые приросты будут сведены на нет, и теория самодискредитируется.

Наконец, необходимо рассмотреть следующий сценарий и его последствия. Предположим, что S&P 500 торгуется сегодня на отметке 1450 пунктов, и кто-то говорит, что, по его мнению, в течение года индекс дойдет до 1700, т. е. прибавит чуть более 17%. Этот прогноз вполне может оказаться верным, но гарантии никакой нет. Если бы это было наверняка, все бы сегодня назанимали денег — что легко сделать, причем меньше чем под 17%, — и вложили бы их в индекс в полной уверенности, что заработают 17%. Разумеется, активное инвестирование в индекс стимулирует рост цен, и вновь прибывшие инвесторы будут вынуждены покупать гораздо дороже. Некоторые будут платить даже больше 1700, и предсказание станет самореализующимся. Самая большая проблема маркет-тайминга связана с тем, что рынок реагирует на каждое движение каждого участника, в том числе на действия

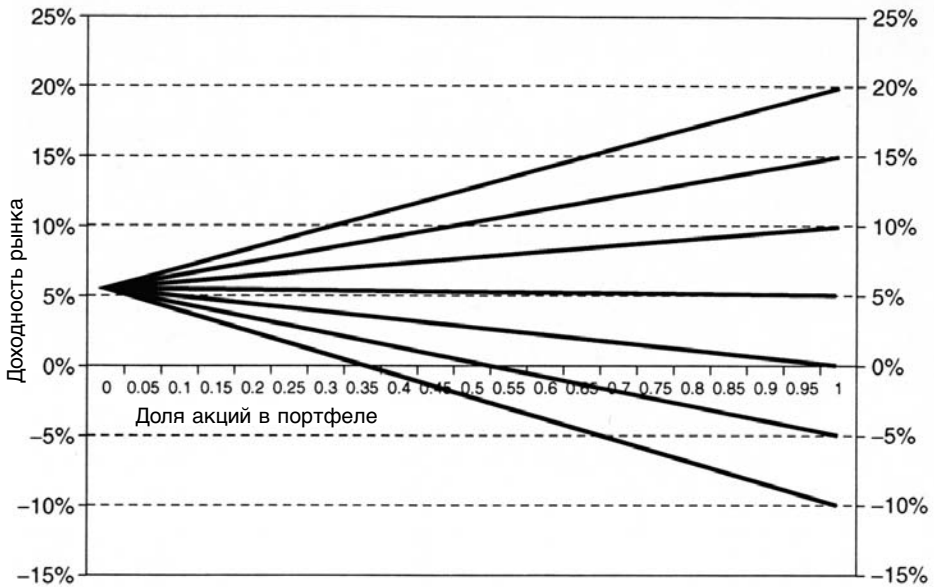
активных игроков и тех, кто наблюдает за ними. В следующий раз, когда кто-то предложит вам гарантированный способ угадывания рынка, возможно, стоит спросить: «Если вы такой умный, то почему не самый богатый?»

## Снижение рисков: сколько вкладывать в акции

Может ли с акциями что-нибудь случиться? Несомненно — иногда рынок падает и акции обесцениваются. Причем в лучших традициях закона Мерфи это обычно случается в самый неподходящий момент. Между тем, есть несколько простых способов снизить риски, связанные с падением акций, при этом, однако, надо ясно понимать, что за снижение риска придется платить точно так же, как вы платите за любые другие привилегии. Если вы опасаетесь, что акции могут упасть, вложите часть денег в акции, а часть — в казначейские векселя или поместите ее на депозитный счет денежного рынка. Конечно, на процентах по казначейским векселям не разбогатеешь (порядка 5,5% на начало 2000 г.), но векселя сгладят резкие колебания доходности вашего портфеля.

В какой мере казначейские векселя могут снизить риск портфеля и сколько это будет стоить? Если в вашем портфеле средства распределены поровну между акциями и векселями, а фондовый рынок снижается на 5%, то вы теряете 2,5% своих денег на акциях, но получаете 2,75% от казначейских векселей. Если рынок вырастет на 15%, то при том же составе портфеля вы заработаете 7,5% на акциях и еще 2,75% на казначейских векселях, а общая доходность портфеля составит 10,25% (7,5% плюс 2,75%). Во что обойдется вам снижение рисков? При росте рынка на 15% вы заработаете на 4,75% меньше, чем могли бы, если бы вложили все деньги в акции. Но с другой стороны, это позволяет вам спокойно спать ночью. Помните, что в инвестировании все мы крепки задним умом. Даже если вы чему-то научитесь на анализе прошлого, поверьте — очень важно поддерживать риски на приемлемом уровне, и 4,75% — не такая уж высокая плата за это.

На рис. 5-1 показано, какую доходность будет иметь портфель при различных соотношениях акций и казначейских векселей и при различных движениях рынка. В расчетах мы исходили из того, что ставка по казначейским векселям составляет 5,5%. Каждая линия соответствует определенной доходности рынка от -10% до +20% с шагом в 5%. По горизонтали отложена доля средств, инвестированных в акции. Посмотрите на линию с отметкой -5%, которая соответствует падению рынка на 5%. На уровне 50% по горизонтальной оси она показывает доходность порядка 2,75% — такую доходность имел бы портфель, составленный из акций и казначейских векселей в 50-процентном соотношении, при падении рынка на 5% и процентной ставке по векселям 5,5%. На первый взгляд, эти графики показывают, насколько можно снизить инвестиционные риски, если вложить в акции лишь часть денег. Большинство людей боятся потерять деньги. Но на самом деле рис. 5-1



**Рис. 5-1.** Доходность портфеля при различных соотношениях акций и казначейских векселей на разных рынках

дает представление о том, сколько стоит вложить в казначейские векселя, чтобы избежать потерь. С 1970 г. S&P 500 падал всего шесть лет. Один год падение было настолько незначительным, что потери были компенсированы дивидендами по акциям. В 1973 и 1974 г. экономика переживала спад, процентные ставки взлетели, и индекс упал соответственно на 17% и 30%. Давайте считать, что это довольно редкая ситуация и вы можете принять на себя риск, связанный с ее возникновением. Однако вы хотели бы застраховаться от 10-процентного падения рынка. Как видно на рис. 5-1, это можно сделать, если вложить в акции 35–40% имеющихся средств, а остальное — в казначейские векселя. Вы можете использовать рис. 5-1 для оценки возможных результатов инвестирования при других составах портфеля, а можете создать собственную таблицу или график для другой доходности казначейских векселей.

### Ключевой инструмент: фондовые индексы

Падение рынка — не единственный риск, с которым вы можете столкнуться. Даже когда рынок растет, не все акции идут вверх вместе с ним. Более того, нынешний бычий рынок характеризуется «тяжелой верхушкой». Иначе говоря, относительно небольшое число акций демонстрирует активный рост и тянет за собой фондовые индексы, даже если средняя акция (какой бы она ни была) при этом падает. Если бы можно было держать только горстку ли-



дерев, все было бы замечательно. Но такое сделать еще труднее, чем поймать рынок. Поэтому выход один — держать много акций с расчетом на то, что высокая доходность лидеров компенсирует убытки аутсайдеров. Другими словами, вам нужен диверсифицированный портфель акций.

Держать много акций ничуть не дороже, чем всего несколько акций. На самом деле зачастую это даже дешевле. Выберите индекс с широкой базой, такой как S&P 500, и найдите взаимный фонд или ETF, привязанный к этому индексу. Это самый эффективный способ приобретения широко диверсифицированного портфеля акций. Биржевые индексные фонды (ETF) похожи на взаимные фонды, но в отличие от них они торгуются на бирже ежедневно так же, как и акции. ETF не предлагают автоматического реинвестирования дивидендов и прироста капитала, но они предоставляют определенные преимущества в плане управления инвестициями, позволяя контролировать цены в течение торгового дня. Какой бы фонд вы ни выбрали, главное, что он дает вам возможность «купить рынок».

Даже если вы желаете сосредоточиться на одних акциях и избежать других, индексы и индексные фонды очень эффективны благодаря диверсификации и низким затратам. Затраты действительно невелики. Независимо от того, выбираете вы взаимный фонд или ETF, торговые издержки — комиссионные — сопоставимы или даже ниже тех, которые уплачиваются при торговле акциями. Помимо транзакционных издержек в фондах есть еще и операционные затраты. Они складываются из платы за управление и вознаграждения управляющему. Эти затраты покрываются из вашего кармана, поэтому к ним следует относиться внимательно. Но поскольку в индексных фондах управляющие просто следуют за индексами и не занимаются исследованиями рынка и активным отбором бумаг, операционные затраты в них обычно невысоки.

Если вы вкладываете деньги не в индексный фонд, значит кто-то занимается для вас оценкой и отбором акций. Не секрет, что профессиональные инвестиционные менеджеры не слишком успешно справляются с этой задачей. Две трети активно управляемых взаимных фондов львиную долю времени уступают по результативности индексу S&P 500, т. е. две трети активных управляющих тратят больше, чем зарабатывают благодаря выбору хороших акций. Вы можете считать, что ваш результат будет лучше, но помните, что профессионалы обычно проигрывают, хотя у них гораздо больше опыта и, наверное, информации. В следующей главе мы посмотрим, насколько успешными были фондовые индексы в последние годы.



## Глава 6



# Реальные рынки

**Б**ычий рынок второй половины 1990-х гг. был и в самом деле замечательным — некоторые его достижения можно демонстрировать снова и снова как напоминание о том, насколько сильным может быть фондовый рынок и насколько доходным бывает инвестирование в фондовые индексы. В этих показателях таится еще один урок. После 1995 г. можно было взглянуть на достигнутые уровни и сказать: «Так долго продолжаться не может — если я не на рынке, то сейчас выходить на него слишком поздно, этот бычий рынок уже упущен». Большее заблуждение встречается очень редко. Принимая во внимание существующий потенциал роста, трудно представить, зачем серьезному долгосрочному инвестору полностью уходить с рынка. Бывают времена, когда многим из нас не рекомендуется 100-процентное присутствие, но если только мы не обладаем даром предвидения, говорящим нам об обратном, то нет причин полностью отказываться от присутствия на рынке. Последние пять лет принесли хороший результат даже тем, кто вложил в рынок всего 20%.

Насколько результативным был фондовый рынок в прошлом? Если в начале 1995 г. вы вкладывали в акции \$10, то в конце 1999 г., всего пять лет спустя, получали \$35. Другими словами, за пять лет S&P 500 вырос в три с половиной раза. С 1995 по 1999 г. включительно совокупная годовая доходность индекса составляла 28,6%. В истории рынка случались и более удачные пятилетние периоды, но их было не так много. Обратите внимание, что в данном случае под «годом» подразумеваются 12 последовательных месяцев, а не календарный год. Если брать календарные годы, то пятилетие с 1995 г. по 1999 г. становится еще более впечатляющим. Конечно, любители цифр могут сказать, что самый выдающийся период начинается в июне 1932 г., в разгар Великой депрессии, когда фондовый рынок достиг дна после обвала 1929 г.

В табл. 6-1 приведены доходности индекса S&P 500 за последние 1, 2, 3, 5, 10 и 20 лет, а также лучшая и средняя совокупная доходность за периоды в 1, 2, 3, 5, 10 и 20 лет после 1926 и 1950 г.

Если нынешний бычий рынок и не самый лучший, то близок к этому. Последние два десятилетия, 1980-е и 1990-е гг. (с января 1980 г. по декабрь 1999 г.), являются лучшим 20-летним периодом за всю историю фондового рынка. Тем, кто боится выйти на рынок в неблагоприятный момент, следует напомнить, что последние 20 лет, помимо прочего, были отмечены крахом 1987 г., рекордными процентными ставками, депрессией 1981–1982 гг., азиатским финансовым кризисом и массой других негативных событий.

Первый урок 1990-х гг. — никогда полностью не уходить с рынка. Второй урок — не инвестировать в неизвестные, экзотические, странные или мало-понятные ценные бумаги в поисках высоких результатов. По результативности одним из лучших является индекс S&P 500, широко используемый в качестве ориентира. На любом рынке всегда найдется непревзойденный лидер, одна-единственная акция, о которой вы — часто и к несчастью — никогда раньше не слышали. Более того, эта лучшая акция оставит далеко позади любой широкий индекс — точно так же, как худшая акция упадет гораздо сильнее любого индекса. Но в 1990-е гг. самыми доходными были традиционные, хорошо знакомые акции, почти что голубые фишки.

Таблица 6-1

## Доходность фондового рынка за различные периоды

	1 год	2 года	3 года	5 лет	10 лет	20 лет
<b>1926–1999 гг.</b>						
Лучшая	160,1%	56,5%	48,3%	37,6%	21,2%	17,9%
Худшая	–67,1%	–53,2%	–39,8%	–16,5%	–3,9%	2,2%
Средняя	13,6%	12,3%	12,0%	10,9%	11,1%	11,1%
Момент окончания лучшего периода	Июнь 1933 г.	Июнь 1934 г.	Март 1936 г.	Май 1937 г.	Май 1959 г.	Декабрь 1999 г.
<b>1950–1999 гг.</b>						
Лучшая	61,2%	43,2%	34,9%	29,6%	21,2%	17,9%
Худшая	–38,9%	–21,5%	–10,7%	–4,2%	0,5%	4,1%
Средняя	14,8%	13,9%	13,9%	12,9%	12,6%	11,6%
Момент окончания лучшего периода	Июнь 1983 г.	Сентябрь 1955 г.	Август 1987 г.	Июль 1987 г.	Май 1959 г.	Декабрь 1999 г.
Последние годы	21,0%	24,7%	26,7%	28,6%	18,2%	17,9%

Индекс S&P 100, включающий акции самых крупных и надежных компаний из состава S&P 500, показал еще лучшие результаты. За пять лет, с 1995

по 1999 г., S&P 100 принес инвесторам 404% при среднегодовой доходности 32,3%. Кроме того, этот индекс служит базовым активом для опционов OEX. Еще одна демонстрация силы голубых фишек — индекс S&P 500/BARRA Growth, состоящий из акций роста, на которые приходится половина рыночной капитализации S&P 500. За тот же пятилетний период этот индекс вырос на 426%. Конечно, если брать отдельные секторы экономики, то производители коммуникационного оборудования позволили бы вам заработать свыше 880%. Но это уже активный выбор акций, а не индексное инвестирование. К тому же, чтобы правильно определить сектор, вам пришлось бы проделать много работы и при этом столкнуться с риском неправильного выбора. Пожалуй, лучшим доказательством того, что индексные фонды — верный путь к успеху на бычьем рынке, является стремительный рост их популярности среди инвесторов в последние годы.

### **Если конец близок...**

Вряд ли кто горит желанием говорить о том, что будет, если закончится бычий рынок. Но он непременно когда-нибудь закончится, и каждому из нас неплохо бы заранее знать, куда перебрасывать деньги. Более того, если все закончится обвалом, многие могут не успеть вывести свои (бывшие?) деньги из акций. Что делать? Во-первых, не паниковать. Во-вторых, даже если вы твердо уверены в том, что бычий рынок не закончится завтра, все равно прочитайте этот раздел. Потратьте несколько минут на размышления о том, что трудно представить.

Некоторые бычьи рынки заканчиваются крахом. Самый печально известный пример — бычий рынок 1920-х гг. (если точнее, 1928–1929 гг.), завершившийся обвалом в октябре 1929 г. Другие бычьи рынки заканчивались длительной, медленной, мучительной агонией. Такова история бычьего рынка 1974 г. Во многих отношениях длительное, медленное, мучительное падение хуже, потому как заставляет многих надеяться на то, что рынок в любой момент может развернуться, в то время как тот продолжает падать все ниже и ниже. Хорошая стратегия на случай, если ситуация будет развиваться по сценарию 1974 г., — заранее решить, что вы будете делать, если рынок упадет на 10%, 15%, 20% или 25% от своего последнего максимума. При прохождении рынком каждого уровня вы можете продавать часть акций или хеджировать свои позиции покупкой индексных опционов пут.

Если вы не продаете акции и рынок продолжает падать, вы теряете деньги на том, что не продали. Если вы продаете акции и рынок разворачивается вверх, вам придется возвращать их по более высокой цене. Хеджировать такие риски можно через покупку индексных опционов пут или даже фьючерсов. Достаточно сказать, что и тот, и другой вариант снижения риска не достается даром. Хеджирование позволяет зафиксировать сегодняшнюю

цену, но за эту привилегию приходится платить. В то же время, хотя хеджирование сопряжено с определенными затратами, это иногда дешевле, чем просто держать акции или продать их в ответ на рыночную ситуацию. Главное во всем этом — действовать без паники.

Если рынок рухнет, то вы, безусловно, увидите это. И все же не паникуйте. Очень часто вскоре после обвала рынка отскакивают вверх, независимо от того, что произойдет дальше. Например, в 1929 г. после резкого падения рынок отскочил вверх и несколько месяцев держался на хорошем уровне, прежде чем окончательно пошел ко дну, которого достиг в 1932 г. После краха 1987 г. рынок отскочил вверх, немного понизился, и в 1988 г. возобновил рост. Другими словами, всегда возникали более благоприятные моменты для ухода с рынка, нежели на следующий день после обвала. (Понятно, что лучше уйти с рынка до обвала, но, поскольку это мало кому удается, давайте будем реалистами.)

## **История побед акций над облигациями**

Что делать после того, как пройдет первый шок, связанный с окончанием бычьего рынка? Один из немногих очевидных уроков финансовой истории, который мало кто решится отрицать, состоит в том, что при достаточном инвестиционном горизонте акции по доходности всегда опережают облигации. В таблице 6-2 приведены инвестиционные периоды (в месяцах) и процентная доля времени, на протяжении которого акции опережали облигации. Данные охватывают период с 1929 по 1998 г.<sup>16</sup> За доходность акций взята доходность индекса S&P 500, за доходность облигаций — доходность долгосрочных правительственных ценных бумаг США.

Беглый взгляд на таблицу 6-2 говорит о следующем: чем дольше вы держите акции, тем выше вероятность, что они принесут больше, чем облигации. Помимо прочего, облигации тоже могут падать. Если составить соответствующую таблицу для акций, то станет ясно: чем дольше вы держите акции, тем больше шансов на их рост.

Начиная с января 1926 г. ни один период свыше 180 месяцев не был отмечен падением акций. Возможно ли, чтобы акции падали на протяжении 15–20 лет? Да. Но если история имеет хоть какое-то значение, это крайне маловероятно. При внимательном взгляде на таблицу 6-3 можно заметить, что на 120-месячном инвестиционном горизонте вероятность потери денег немного выше, чем на 108-месячном. Все очень просто: представьте два периода, которые начинаются одновременно, но один из них заканчивается накануне медвежьего рынка, а другой, более длительный, — в самый разгар медвежьего рынка. В таблице отражен как раз такой случай — наиболее негативно на результатах 120-месячного периода сказался откат рынка в 1937 г., когда экономика соскользнула в рецессию через пять лет восстановления после достижения дна в разгар Великой депрессии.

Таблица 6-2

**Доходность акций против доходности облигаций**

Инвестиционный период		Облигации опережают акции (% времени)
Месяцы	Годы	
12	1	34
15	1,25	32
18	1,5	31
24	2	28
36	3	26
48	4	23
60	5	19
72	6	17
84	7	18
96	8	14
108	9	10
120	10	8
144	12	8
180	15	7
240	20	0
300	25	0

Таблица 6-3

**Падение акций на протяжении различных инвестиционных периодов**

Инвестиционный период		Падение акций (%)
Месяцы	Годы	
12	1	24
15	1,25	20
18	1,5	18
24	2	16
36	3	14
48	4	10
60	5	10
72	6	9
84	7	6
96	8	2
108	9	2
120	10	3
144	12	3
180	15	0
240	20	0
300	25	0

Данные в таблице охватывают все инвестиционные периоды, которые начинались и заканчивались на бычьих, медвежьих и любых других трендах, существовавших на фондовом рынке за последние 75 лет. В целом вывод таков: если вы планируете долгосрочные инвестиции, то выход из них раньше срока в большинстве случаев будет ошибкой. Все мы надеемся на то, что нам удастся предугадать конец бычьего рынка, прежде чем тот наступит, и продать на максимуме. Но эта надежда беспочвенна — никто не видит конца бычьего рынка, пока тот не наступает. А если такое все-таки случится, то массовые продажи и паника обвалит рынок раньше срока. Пока же — пока нет повода паниковать — вложите часть денег в рынок, в акции.

## **Лучше раньше, чем никогда**

В последние годы под влиянием бурно растущего рынка многие так называемые рыночные эксперты принялись утверждать, будто бычий рынок — лучшее время для покупки акций. Бычий рынок — это лучшее время для владения акциями, а покупать их лучше всего в самые мрачные дни медвежьего рынка. В 1982 г. S&P 500 держался на уровне всего 120 пунктов при коэффициенте «цена/прибыль» порядка 8, инфляция приближалась к 10%, экономика переживала самую затяжную и глубокую рецессию с 1930-х гг., а процентные ставки взлетели до самого высокого уровня со времен Гражданской войны. Казалось, трудно найти более неподходящий момент для покупки акций. Но именно этот момент стал началом величайшего бычьего рынка в современной истории.

Этот краткий экскурс в историю позволяет сделать два вывода. Во-первых, на рынок нужно выходить тогда, когда он переживает свои худшие дни. Во-вторых, что, пожалуй, важнее, не стоит считать сомнения лучшей стратегией инвестирования. Безусловно, иногда имеет смысл распределить инвестиции во времени: так вы, может быть, выйдете на рынок не в лучший момент, но зато и не выберете самый худший. Когда деньги вложены в рынок, они либо падают, либо растут вместе с ним. Но поскольку рынок чаще растет, чем падает — 62% месяцев в период с 1926 по 1999 г. рынок рос, — лучше оставаться на рынке и расти вместе с ним, чем сомневаться и ждать.

## **Стоит ли ждать краха**

Среди читателей непременно найдутся скептики, продолжающие утверждать, что нынешний многолетний рост обязательно закончится крахом, как в 1929 г. Конечно, гарантий, что этого не случится, у нас нет, особенно с учетом того, что мать всех медвежьих рынков — это неизбежность. Но если посмотреть на крах 1929 г. и Великую депрессию, медвежий рынок 1974 г. и последовавшую за ним рецессию, или другие похожие события, такие как па-



ника 1907 г., то становится очевидной одна вещь: для полной катастрофы требуется нечто большее, чем обвал фондового рынка. В августе 1929 г., за три месяца до обвала, начался сильный экономический спад. Более того, на крах наложилась едва ли не худшая денежно-кредитная политика на нашей памяти. В 1974 г. медвежий рынок начался в разгар нефтяного кризиса. ФРС усугубила ситуацию: в начале 1974 г. она неправильно интерпретировала экономическую обстановку в стране и подняла процентные ставки в самый неподходящий момент, отправив экономику в штопор.

Если фондовый рынок рухнет, экономика пикирует, а регуляторы сидят сложа руки, то шансов действительно нет, и решение избавиться от акций может быть самым здравым, хотя и болезненным. Если же рынок рухнет, но экономика стабильна, а регуляторы принимают срочные меры, чтобы ограничить негативное влияние рыночного кризиса, не торопитесь продавать акции или постарайтесь оставить в акциях хотя бы часть денег. Помните, что лучшим временем для покупки акций был полдень 20 октября 1987 г., следующий день после краха, когда рынок достиг дна.



## Глава 7



# Индексы как инструмент отслеживания рынка

**В** предыдущих главах мы рассказали о бычьих и медвежьих рынках и о том, как на них зарабатываются или проигрываются состояния. В этом рассказе не раз упоминались фондовые индексы. Чаще всего — индекс S&P 500, хотя встречались и другие. Фондовые индексы — полезные инструменты, позволяющие следить за рынком, оценивать его текущее состояние относительно прошлых достижений или неудач и даже выстраивать инвестиционные стратегии.

Фондовый индекс — это единый показатель, который характеризует состояние рынка и происходящие на нем процессы. Фондовые индексы появились не в результате научных разработок. Их придумали журналисты, искавшие пути увеличения тиражей своих газет. Первым регулярно публикуемым индексом или усредненным показателем в США стал индекс Dow Jones Industrials, который начал рассчитываться в 1896 г. на основе акций 12 компаний. По сути он представлял собой среднее арифметическое цен 12 акций — цены акций 12 компаний складывались и делились на 12.

В 1920-е гг. компания Standard Statistics, предшественница Standard & Poor's, ввела составной фондовый индекс, который представлял собой среднюю величину рыночной стоимости компаний, а не цен акций. Рыночная стоимость компании рассчитывается как цена ее акций, умноженная на число акций в обращении. Такой индекс представляет собой портфель акций, в который включены все существующие акции полностью или в том же соотношении, в котором они присутствуют на рынке. В настоящее время по оценкам Standard & Poor's на индексные фонды приходится примерно 8% суммарной рыночной стоимости 500 компаний, входящих в индекс S&P 500. Стоимость портфелей этих фондов равна приблизительно \$1 трлн.

Идея заключалась в том, чтобы использовать изменения индекса для измерения движения рынка в целом. Конечно, можно попытаться подсчитать общую стоимость всех акций, обращающихся на рынке, и с ее помощью отслеживать динамику рынка. Это пробовали делать, но столкнулись с рядом практических трудностей. В США торгуются акции порядка 8000 эмитентов. Объем торговли по некоторым из них составляет сотни, тысячи и даже миллионы акций в день, а цены котируются в широкодоступных электронных системах. По акциям других эмитентов заключается всего несколько сделок в день или даже в неделю, поэтому они котируются редко. Нужно как-то разграничить легко и трудно доступные акции, но непонятно, как это сделать. Более того, цены некоторых акций могут прыгать вверх или вниз только лишь потому, что один из инвесторов пытается продать или купить небольшой пакет. Здесь также нужно провести черту между акциями, которые следует учитывать и не следует учитывать. Если бы нас устраивали ежедневные или еженедельные расчеты, то более или менее «полный» список был бы приемлемым вариантом. Но когда речь идет об обновлении данных с интервалом в 15 секунд, лучше оперировать менее громоздкими списками.

В фондовых индексах, как и во многом другом, большую роль играют традиции и привычка. В нынешнем виде Dow Jones Industrials рассчитывается с 1928 г. как среднее арифметическое цен акций 30 компаний. Индекс S&P 500 рассчитывается на основе 500 акций с 1957 г. и является средним показателем для всего рынка с 1923 г. Строго говоря, ни один из этих индексов не представляет рынок в целом. Однако S&P 500 довольно близок к этому, особенно с учетом того, что он базируется на рыночной стоимости входящих в него компаний. Существует индекс с еще более широкой базой — Wilshire 5000. Несмотря на название, в его состав входит порядка 7700 акций. Однако инвесторы, пытающиеся строить свои портфели на основе этого индекса, обычно ограничиваются 3000 акций, т. е. меньше чем половиной. В некоторых научных работах используются данные Центра исследования тенденций изменения курсов ценных бумаг (CRSP) при Чикагском университете, который публикует взвешенные по стоимости индексы всех акций на рынке. Хотя данные CRSP несомненно полезны, они не доступны в режиме реального времени.

На практике если вы хотите узнать текущее состояние рынка, то смотрите на Dow или S&P 500. Самым популярным индексом является Dow, который ежедневно публикуется в газете *The Wall Street Journal* начиная с 1896 г. В настоящее время агентство Dow Jones также рассчитывает взвешенный по капитализации индекс акций более 500 компаний, очень похожий на S&P 500, но этот индекс не получил широкого распространения. Индекс S&P 500 — показатель, на который ориентируется большинство профессиональных инвесторов.

Индекс S&P 500 и связанные с ним данные говорят не только о том, растет или падает рынок сейчас, сегодня, на этой неделе или в этом месяце. Благодаря сопутствующей информации по дивидендам, прибылям на акцию, доход-

ности и т. д., индекс позволяет инвесторам сравнить сегодняшний рынок с рынком в любой момент в прошлом. Выше или ниже сегодняшняя дивидендная доходность акций, чем 10 лет назад? S&P 500 дает ответ на этот вопрос. А как насчет прибылей на акцию? Больше ли инвесторы платят сегодня за \$1 прибыли по сравнению с прошлым годом? Данные по S&P 500 содержат ответ и на этот вопрос. Какие акции показали более высокие результаты — акции технологических компаний или компаний потребительского сектора? И вновь система отраслевой классификации S&P 500 дает ответы. Многие категории статистических данных охватывают довольно продолжительные периоды времени, давая инвесторам возможность сопоставлять сегодняшний рынок с рынком в различные моменты на протяжении последних 100 лет.

Фондовые индексы образуют систему измерения, которая необходима инвестору для оценки результативности вложений: зарабатывает ли он реальные деньги или же толчет воду в ступе и платит комиссионные.

## **Индексы как эталонные индикаторы**

Оценка результатов — один из ключевых моментов в инвестировании. Вы должны точно знать, как работают ваши деньги. Доходность 15% в 1999 г. была хорошим, но не отличным результатом — в том году S&P 500 продемонстрировал доходность чуть выше 20%. Те же 15% в 1994 г., когда рынок топтался на месте, были очень хорошим результатом. Другими словами, индексы служат ключевым ориентиром, сопоставление с которым помогает инвесторам объективно оценить успешность инвестиций. Но ориентир работает лишь тогда, когда он является справедливым. Если полицейский выписывает вам штраф за езду со скоростью более 20 миль в час на скоростной трассе, никто не назовет это справедливым. Но если вы едете со скоростью 75 миль в час там, где разрешено всего 65, то можно досадовать сколько угодно, но обвинять кого-то в несправедливости нельзя. S&P 500 — это справедливый ориентир в том смысле, что вполне реально держать все 500 акций и получать те же результаты, что и индекс. Многие индексные фонды делают это из года в год.

Даже если предположить, что оценка результатов не влияет на успешность инвестиций, то она все равно важна для многих инвесторов. В инвестировании присутствует элемент состязательности, и порой возможность похвастаться своими успехами играет не меньшую роль, чем финансовое вознаграждение. Кроме того, в ситуациях, когда мы склонны принимать решения под влиянием эмоций, например не продаем акции, которые нам нравятся, строгие и беспристрастные цифры помогают мыслить более рационально.

Оценка может касаться как доходности, так и рисков. С доходностью все просто — это то, сколько вы заработали. Инвестиционная теория обычно оперирует «совокупной доходностью», которая складывается из изменения цены акции и дивидендов. Совокупная доходность рассчитывается не только

для отдельных акций, но и для индексов, S&P 500 и других, при этом индекс рассматривается как портфель акций, где все полученные дивиденды реинвестируются, но не в акции, по которым они получены, а в портфель в целом. Идея в том, что деньги, полученные от компании, акции которой вы держите, можно вкладывать куда угодно, а не только в эти же акции. Доходность индексов обычно выражается в процентах: например, совокупная доходность S&P 500 равна 15% в год или 2% в месяц.

Расчеты осуществляются на ежедневной основе — все дивиденды, выплаченные по всем акциям в индексе за этот день, суммируются и реинвестируются (на бумаге) в индекс, чтобы вычислить дневную доходность индекса. Затем дневные результаты пересчитываются в недельные, месячные и годовые. Поскольку суммарная рыночная стоимость компаний, входящих в состав S&P 500, составляет \$12–15 трлн, числа могут получаться довольно громоздкими. Такими числами неудобно оперировать, а тем более обновлять каждые 15 секунд. Поэтому для упрощения ввели коэффициент масштабирования, который называется делителем. Чтобы вычислить значение индекса, берется общая стоимость акций в индексе и делится на делитель, в результате чего получается, скажем, 1450 пунктов по состоянию на январь 2000 г. Аналогичным образом, чтобы рассчитать величину дивидендов на акцию, берется сумма всех дивидендов, выплаченных по всем акциям в индексе за прошлый год, и делится на тот же делитель. (Точно так же рассчитывается и показатель прибыли на акцию (EPS) — за основу берется суммарная прибыль всех компаний в индексе. Прибыль на акцию для S&P 500 является, пожалуй, самым цитируемым и в то же время самым плохо понимаемым показателем на Уолл-стрит.)

Чтобы получить представление о совокупной доходности индекса, нужно сложить процентное изменение значения индекса и его дивидендную доходность. Дивидендная доходность индекса рассчитывается как отношение дивидендов на акцию к значению индекса. В последнее время дивидендная доходность S&P 500 была чуть выше 1%. Но благодаря сложному проценту этот показатель год от года накапливается. Даже на бычьем рынке 1995–1999 гг. кумулятивная совокупная доходность индекса составляла 351% против 320% без учета дивидендов — весомая разница, намного больше того, что можно ожидать от 1–2% в год в течение пяти лет.

Риски нередко важнее доходности, и их тоже можно оценивать при помощи индекса. Риск — это волатильность доходности. Если инвестиция предполагает гарантированную, стабильную и предсказуемую доходность, она является низкорисковой, поскольку у инвестора есть уверенность в отношении стоимости этой инвестиции. Если же доходность и стоимость инвестиции подвержены сильным колебаниям, риски считаются высокими. Волатильность обычно характеризуется такой статистической величиной, как стандартное отклонение. Чем выше стандартное отклонение, тем больше волатильность, и наоборот. Например, на протяжении последних пяти лет месячное стандартное отклонение составляло порядка 4%. Среднемесячная доходность за тот же период была чуть более 2%, а значит, две трети всего

времени месячная доходность колебалась в интервале между  $-2\%$  и  $+6\%$ . Другой пример: среднемесячная доходность 10-летних казначейских облигаций за последние пять лет составила  $0,7\%$  при стандартном отклонении  $0,5\%$ . Это говорит о том, что доходность этих ценных бумаг две трети месяцев находилась в коридоре между  $0,2\%$  и  $1,2\%$ .

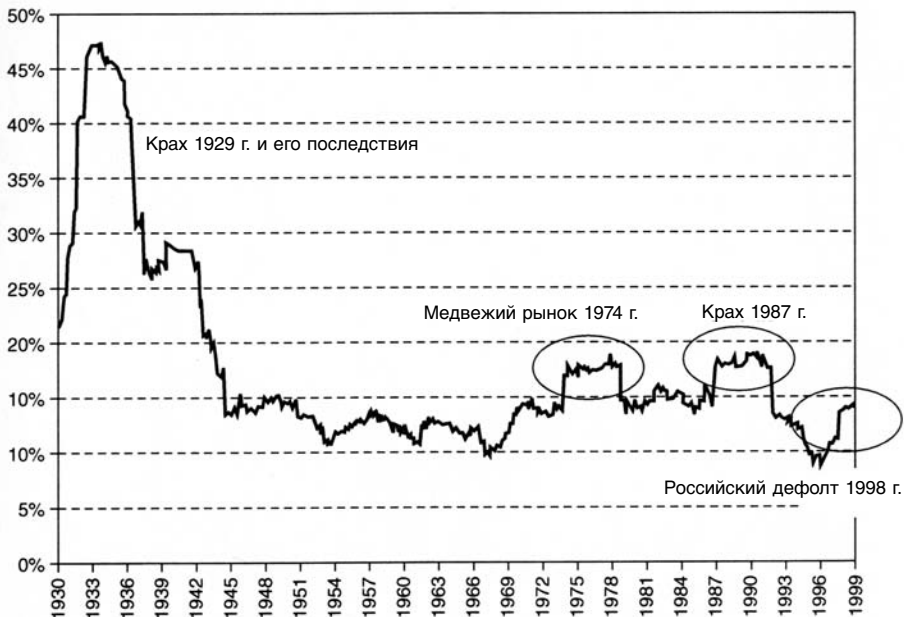
При расчетах стандартного отклонения (которые описываются в учебниках по статистике начального уровня и которые легко провести самостоятельно при помощи электронных таблиц на компьютере) не делается различий между значительными отклонениями доходности вверх и вниз. Некоторые считают это серьезным недостатком, полагая, что риск должен отражать только вероятность потерь, а не вероятность получения прибылей сверх ожидаемых. В то же время для инвестора, который вкладывает деньги в короткую позицию (т. е. занимает акции у брокера и продает их в расчете на то, что цена упадет и он сможет купить их дешевле), риск, наоборот, связан с высокой доходностью. Но поскольку расчетным периодом для большинства фондовых индексов является месяц или год, разница между стандартными отклонениями с учетом колебаний в обе стороны (обычным образом) и с учетом колебаний только в одну сторону невелика.

Волатильность фондового рынка, т. е. волатильность, измеряемая как стандартное отклонение индекса S&P 500, с течением времени меняется. На рис. 7-1 показана кривая волатильности рынка, построенная на основе последовательных пятилетних периодов, начиная с 1930 г. На ней видна гигантская волна в период обвала 1929–1932 гг., скачок, связанный с медвежьим рынком 1974 г., и еще один подъем, связанный с крахом 1987 г. В последние пять лет волатильность постепенно снижалась на фоне уверенного роста рынка и прыгнула вверх только в 1998 г., когда Россия объявила дефолт по внутреннему долгу, напугав инвесторов во всем мире. Сегодняшний уровень рыночного риска очень близок к «нормальному».

У волатильности есть еще одно очень важное свойство. Время творит с ней чудеса. Если измерять доходность за один и тот же период времени, скажем, как годовой показатель (сколько инвестиция приносит за год), то волатильность годовой доходности будет снижаться по мере увеличения временного горизонта.

Итак, мы уже достаточно много сказали о рисках, акциях и фондовых индексах, чтобы сформулировать одну важную мысль. В теории это называется временной диверсификацией. На практике такое явление можно назвать «вознаграждением за терпение». В таблице 7-1 приведены среднегодовые доходности и риски (стандартные отклонения) для индекса S&P 500 и 10-летних казначейских облигаций. Данные охватывают различные инвестиционные периоды в интервале с января 1970 г. до конца декабря 1989 г.

Стандартное отклонение годовой доходности как акций, так и облигаций уменьшается по мере роста инвестиционного периода. В соответствии с эмпирическим правилом в течение приблизительно 95% времени доходность колеблется в пределах двух стандартных отклонений от среднего, или мате-



**Рис. 7-1.** Волатильность фондового рынка начиная с 1930 г.  
(на основе 60-месячного стандартного отклонения)

матического ожидания. Обратимся к таблице. Как видите, при инвестиционном периоде в два года акции могут принести всего 3% — 19% минус два стандартных отклонения по 8%. Более того, столь широкий интервал колебаний означает, что за двухлетний период акции могут уступить в доходности облигациям. Но при 20-летнем инвестиционном периоде, даже если бы все 20 лет оказались неудачными для акций, они бы принесли доходность 10% (14% минус два стандартных отклонения по 2%), т. е. на уровне средней доходности облигаций. Другими словами, при достаточном временном горизонте, акции неизменно опережают облигации.

Надо полагать, если вы дочитали книгу до этого места, что идея инвестирования в акции не чужда вам. А раз так, вот один аспект, который следует тщательно обдумать. Теперь, когда вы рассматриваете возможность инвестирования в акции, возникает вопрос — в какие именно? Есть простой и проверенный вариант — в фондовый индекс. Для многих решение инвестировать напрямую связано с выбором акций. Выбор акций либо требует глубоких исследований и анализа, либо превращается в азартную игру. В любом случае нужно понимать, что увеличение количества акций, так же как и увеличение инвестиционного периода, снижает риски. Если купить акции одной компании, руководство которой окажется некомпетентным, или в отрасли начнется спад, то можно потерять деньги. Но если купить весь рынок, то специфические для компании и для отрасли риски будут устранены. Это главный довод в пользу того, чтобы купить «весь



рынок». Конечно, при этом вы не заработаете столько, сколько принесут лучшие акции, но и не потеряете столько, сколько потеряют худшие. Как показывает история, ваш результат будет лучше среднего — двум третям инвестиционных менеджеров не удастся переиграть S&P 500 на протяжении большей части лет. Поэтому совет таков: покупайте S&P 500 (или любой другой широкий фондовый индекс).

Таблица 7-1

## Среднегодовые доходности и риски

Инвестиционный период	Акции		Облигации	
	Среднегодовая доходность, %	Стандартное отклонение, %	Среднегодовая доходность, %	Стандартное отклонение, %
1 год	19	12	9	8
2 года	19	8	10	4
3 года	17	8	9	3
4 года	17	6	9	3
5 лет	16	5	10	2
6 лет	16	4	10	2
7 лет	16	3	10	2
10 лет	16	2	11	2
15 лет	16	2	11	1
20 лет	14	2	10	1

В следующих главах мы подробнее остановимся на вопросах, связанных с покупкой S&P 500 и других индексов. Но прежде чем двигаться дальше, я хотел бы сказать еще пару слов. Один из способов купить индекс или весь рынок — вложить деньги во взаимный фонд. Большинство крупных управляющих компаний предлагают индексные взаимные фонды, привязанные к S&P 500 и другим основным фондовым индексам. Поскольку на рынке нет недостатка в предложениях, нет смысла платить высокую комиссию за продажу (так называемую «нагрузку»), которую взимают некоторые взаимные фонды при продаже своих паев. Кроме того, следует поинтересоваться, какие еще сборы взимает фонд или какие условия он предлагает, например, минимальный размер вклада и возможность изъятия средств.

Если вас волнует не столько автоматическое реинвестирование дивидендов, сколько возможность свободного входа в фонд и выхода из него, то обратите внимание на биржевые индексные фонды (ETF). Они похожи на взаимные фонды, но в отличие от последних торгуются на биржах, обычно на Американской фондовой бирже (AMEX). Самый старый и крупный ETF — S&P 500 SPDR (аббревиатура расшифровывается как «депозитарные расписки Standard & Poor's») и произносится как «спайдерс» — «пауки» по-русски).

Как бы то ни было, вложение денег в акции через покупку всего рынка — фондового индекса — хорошая идея.



## Глава 8



# Кто есть кто среди индексов

**К**ак говорилось в предыдущих главах, фондовые индексы — это инструменты, позволяющие измерять результативность рынка, оценивать эффективность инвестиций, конструировать портфели и выбирать акции. Чтобы научиться в полной мере использовать возможности этих инструментов, прежде всего нужно знать, какие бывают индексы, что они собой представляют, как работают и откуда берутся. В этой главе мы коснемся общих моментов, а также рассмотрим наиболее известные фондовые индексы. Индексы изменяются и эволюционируют вместе с фондовым рынком, поэтому информация о них требует регулярного обновления. Хотя в этой главе приводится масса сведений, их нельзя считать исчерпывающими. Более свежие данные, касающиеся текущих рыночных результатов и показателей, можно найти на соответствующих сайтах в Интернете.

По сути, фондовый индекс представляет собой модельный портфель акций. В идеале индекс должен быть справедливым в том смысле, что инвесторы должны иметь реальную возможность купить все входящие в индекс акции в таком же соотношении и получить те же результаты. Поскольку любая инвестиция похожа на головоломку со множеством нюансов, скрытых затрат и транзакционных издержек, точно воспроизвести доходность модельного портфеля довольно сложно. Тем не менее в последнее время растет число взаимных фондов и ETF, которые привязывают свои портфели к различным фондовым индексам и очень близко подходят к их результатам. Иногда их реальная доходность бывает даже чуть выше доходности модельного портфеля.

Чтобы рассчитать фондовый индекс, требуются как минимум две вещи: список акций и принцип определения соотношения этих акций. Самый старый и простой метод — тот, что используется для расчета промышленного индекса Dow Jones Industrial Average. Цены 30 акций складываются и затем делятся на

коэффициент, называемый делителем. В качестве делителя можно использовать количество акций; в этом случае индекс будет представлять собой просто среднеарифметическую цену 30 акций. Когда Dow Jones только появился, его рассчитывали всего по 12 акциям, а делитель был равен 12. Время от времени список акций изменяется в результате слияний и поглощений и даже банкротства компаний. Но инвесторам нужно, чтобы индекс менялся лишь тогда, когда меняется рынок, а не по каким-то другим причинам. Иными словами, если при закрытии индекс находится на отметке 1000 пунктов, а затем какая-нибудь акция добавляется в него или удаляется, инвесторы хотят видеть этот индекс при открытии на следующий день на том же уровне в 1000 пунктов. Для устранения последствий подобных изменений корректируют делитель.

Рассмотрим следующий пример. Предположим, мы имеем простой индекс, который включает всего три акции и вычисляется тем же методом, что и Dow, т. е. является обычной средней ценой. Мы начнем с компаний А, В и С, как показано ниже:

Цена акций	
Компания А	10
Компания В	13
Компания С	22
Сумма	45
Индекс (А + В + С)/3	15
Делитель = 3	

Теперь предположим, что Компания С поглощается другой компанией с образованием новой корпорации Супер С. Индексный комитет решает заменить Компанию С, которая больше не торгуется на рынке, корпорацией Супер С. По условиям сделки каждая акция Компании С конвертируется в 1,25 акции корпорации Супер С, и акции Супер С торгуются по 18,75. При закрытии торгов перед заключением сделки индекс был равен 15. На следующее утро при открытии, если цены акций останутся теми же, что накануне вечером, индекс по-прежнему должен быть равен 15:

Цена акций	
Компания А	10
Компания В	13
Супер С	18,75
Сумма	41,75
Индекс (А + В + С)/2,7833	15
Делитель = 2,7833	

Все, что мы сделали, это изменили делитель для сохранения прежнего значения индекса. Вычисляемые таким образом индексы или средние показатели имеют ряд особенностей, которые делают их не совсем идеальными инструментами для отслеживания динамики фондового рынка. Когда инвестор говорит о большом движении акции, он имеет в виду процентное изменение цены, а не рост или падение в денежном выражении. Например, если акция стоимостью \$200 поднимается на 2 пункта или 1%, это намного меньше, чем когда акция за \$10 вырастает на 1 пункт или 10%. Но подъем на 2 пункта акции стоимостью \$200 гораздо сильнее отразится на значении индекса, чем подъем на 1 пункт акции за \$10. Происходит едва ли не обратное тому, что можно было бы ожидать.

Похожая проблема возникает, когда компании кажутся разными по размеру, но на деле таковыми не являются. Предположим, Компания А в нашем примере имеет 100 млн акций по цене \$10 и стоит \$1 млрд; Компания С имеет 66,67 млн акций по цене \$15 и также стоит \$1 млрд (с небольшой погрешностью округления). Так как обе компании одинакового размера, они должны оказывать одинаковое влияние на фондовый рынок или индекс, предназначенный для отслеживания фондового рынка. Но давайте посмотрим, что происходит на деле. Допустим, Компания А вырастает в стоимости на 10%: цена ее акций повышается на \$1 до \$11, а индекс соответственно увеличивается на \$1, деленный на 3, т.е. на 33 цента. Теперь представим, что стоимость Компании С тоже повышается на 10%: ее акции вырастают на \$1,50 до \$16,50, а индекс увеличивается на \$1,50/3, т.е. на 50 центов. Разница ощутима, хотя стоимость обеих компаний выросла одинаково на 10%. Проблема не в компаниях, а в том, что индекс основан на среднем значении цен акций.

Возможно, лучшим индикатором фондового рынка будет индекс, рассчитываемый не на основе цен акций, а на основе рыночной стоимости входящих в него компаний. Рыночная стоимость компании называется рыночной капитализацией, а такие индексы — взвешенными по капитализации или индексами с рыночным взвешиванием. Соответственно, предыдущая группа индексов называется взвешенными по цене. В индексах с рыночным взвешиванием также применяются делители. Чтобы проиллюстрировать, как вычисляется взвешенный по капитализации индекс, воспользуемся вышеприведенным примером.

Компания	Цена акции	Кол-во акций, млн	Рыночная капитализация, млрд
Компания А	10	100	1
Компания В	13	500	6,5
Компания С	22	45,45	1
Сумма			8,5
Индекс = 15, Делитель = Рыночная капитализация/Индекс = 0,566 млрд			

В данном случае делитель намного больше по величине, но это позволяет нам привести индекс к тому же размеру, что и при взвешивании по цене. При изменении одного из компонентов индекса делитель пересчитывается точно так же, как в предыдущем случае. Обратите внимание на дополнительное преимущество: если происходит дробление акций, то в случае взвешенного по капитализации индекса корректировка делителя не требуется, поскольку изменения в количестве и цене акций компенсируют друг друга.

Существуют и другие методы расчета индексов, но взвешенные по капитализации индексы являются общепризнанным стандартом инвестиционного мира. Взвешивание по цене используется в нескольких наиболее старых индексах, которые появились задолго до компьютеров и с тех пор не менялись.

Список акций и метод расчета — два ключевых элемента фондового индекса. Но жизнь была бы слишком легкой, если бы список акций никогда не менялся и не требовалось вносить никаких корректировок. К сожалению, реальность далека от этого. Последние несколько лет в S&P 500 ежегодно добавлялось порядка 30–50 новых акций и такое же количество акций выводилось из расчетной базы. Dow за тот же период пересматривался два раза, каждый раз с заменой четырех акций. Такие изменения необходимы, потому что меняются участники рынка (компании проводят слияния и поглощения, банкротятся или растут) и потому что меняется сам рынок. Таким образом, еще одним ключевым элементом фондового индекса является то, как реагирует индекс на подобные изменения — короче говоря, процедуры управления индексом и его обновления. Для инвесторов последнее имеет большое значение. Когда вы используете индекс в качестве инвестиционного инструмента, имеет смысл знать, как меняется индекс и как это отражается на ваших инвестициях.

Фондовые индексы рассчитываются и публикуются разными организациями. Самые известные индексы — Dow Jones Industrials и S&P 500. Dow публикуется компанией Dow Jones & Co., которая также издает газету *The Wall Street Journal*. S&P 500 публикуется агентством Standard & Poor's, подразделением компании The McGraw-Hill Companies<sup>17</sup>. Некоторые фондовые биржи публикуют собственные индексы на основе торгующихся на них акций. В настоящее время одним из самых популярных индексов является NASDAQ Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам, которая управляет электронной фондовой биржей NASDAQ. Нью-Йоркская фондовая биржа также рассчитывает индексы на основе зарегистрированных на ней акций; основной среди них — NYSE Composite. Другие индексы публикуются компаниями, работающими в сфере финансового консалтинга. Так, фирма Wilshire Associates рассчитывает известный индекс Wilshire 5000, а Frank Russell & Company — Russell 2000.

До этого мы говорили только об американских индексах. Но семейство международных и национальных фондовых индексов не менее многочисленно и разнообразно. Все больше компаний, занимающихся расчетом индексов,

выходит на международную арену. Среди самых известных глобальных индексов можно назвать MSCI, EAFE и FTSE-Actuaries World Indexes. Под аббревиатурой MSCI скрывается компания Morgan Stanley Capital International, принадлежащая ведущему инвестиционному банку Morgan Stanley Dean Witter и швейцарской компании Capital International. EAFE расшифровывается как Europe, Australia-Asia, Far-East (Европа, Австралия-Азия и Дальний Восток) — т. е. все развитые страны, помимо США. FTSE-Actuaries World Indexes представляет собой набор индексов, которые рассчитываются совместно газетой *Financial Times* и Лондонской фондовой биржей (LSE). FTSE — это аббревиатура, скомпонованная из названий этих двух организаций. Существуют и другие индексы, которые рассчитываются фондовыми биржами по всему миру. Среди наиболее популярных — германский DAX, британский FTSE-100 и французский CAC.

При таком разнообразии потребуется несколько томов, чтобы описать все существующие индексы. Причем к тому моменту, когда вы дочитаете до середины, информация успеет устареть. Поэтому вместо полного каталога мы приводим краткое описание ведущих фондовых индексов, преимущественно американских. Этот список не претендует на полноту. Скорее он отражает предпочтения и взгляды автора. Тем не менее, он дает хорошее представление о том, кто есть кто среди фондовых индексов, и содержит ссылки на интернет-сайты большинства поставщиков, где инвесторы могут получить свежую информацию.

### **Эффект индекса**

Практически любой инвестор, который следует за индексом, хорошо знаком с «эффектом индекса», даже если ему неизвестен сам термин. Когда акция включается в популярный индекс, она обычно вырастает в цене. Последние два года за время между объявлением о включении в S&P 500 и датой фактического включения в него акции выросли на 5% и больше. Помимо прочего, они не откатывались назад в течение нескольких недель или месяцев — а в некоторых случаях вообще не опускались ниже. Традиционно Standard & Poor's объявляет об изменении состава индекса примерно за пять рабочих дней до внесения изменения. Например, если известно, что в конце месяца произойдет слияние и освободится место в составе S&P 500, примерно за неделю до предполагаемой даты сделки Standard & Poor's объявляет о том, какая компания займет освободившееся место. Эффект индекса действует на протяжении нескольких дней — с момента объявления до даты внесения акций в расчетную базу.

Первые исследования эффекта индекса касались S&P 500, поскольку к этому индексу привязаны значительные объемы активов. Эффект

объясняется очень просто: с включением акции в индекс ее начинают активно покупать индексные фонды. Как правило, они приобретают от 5% до 8% акций в обращении. Рост спроса стимулирует рост цен. Более того, если индексные фонды не начинают сбрасывать акции, цены на них продолжают оставаться высокими. Этот эффект зачастую усиливается арбитражерами, которые не упускают возможности заработать на покупке акций в момент объявления и их перепродаже индексным фондам. Рекорд здесь принадлежит интернет-компаниям Yahoo: когда в декабре 1999 г. стало известно о ее включении в S&P 500, акции Yahoo взлетели более чем на 25% примерно за две недели.

Подобный эффект характерен и для других фондовых индексов. Хотя Dow Jones Industrials меняются не так часто, внесение в них изменений также влечет за собой цепную реакцию на фондовом рынке. Вывод акции из расчетной базы Dow — и обычно S&P 500 — сопровождается обратным эффектом, т. е. падением цены. Еще один пример — ежегодный пересмотр индексов Russell, особенно индекса компаний малой капитализации Russell 2000. Компания Russell объявляет об изменении состава индекса за месяц. Но поскольку популярность Russell 2000 в последнее время растет, а акции в нем принадлежат более мелким компаниям и зачастую менее ликвидны, чем в S&P 500 или Dow, ежегодные пересмотры могут сопровождаться значительными сдвигами.

## Ведущие игроки

Ведущими поставщиками индексов в США являются Standard & Poor's, Dow Jones, Russell и Wilshire. В этом разделе мы коротко познакомимся с каждым из них, а затем коснемся четырех игроков на международной арене: это все те же Standard & Poor's и Dow Jones, плюс MSCI и FTSE. Индексы — это динамично развивающаяся и постоянно меняющаяся часть финансового мира. Поэтому любой полный каталог индексов быстро устаревает. Все поставщики имеют сайты в Интернете, на которых предлагают свежую информацию по своим индексам. В то же время, после того как индекс вошел в оборот и завоевал доверие инвесторов, вряд ли можно ожидать от него революционных изменений — основные цели и принципы обычно остаются прежними. Так, S&P 500 последний раз подвергался серьезному пересмотру в 1957 г., а Dow Industrials рассчитывается по 30 акциям с конца 1920-х гг. При этом методология расчета остается неизменной. Однако индексы должны точно отражать текущее состояние рынка. В 1998 и 1999 г. в расчетную базу S&P 500 было внесено более 40 изменений в результате слияния компаний и других событий.



## Standard & Poor's

Агентство Standard & Poor's — ведущий поставщик фондовых индексов, исходя из величины привязанных к ним активов. По оценкам Standard & Poor's, в настоящее время они составляют более \$1 трлн. Активы самого крупного в США взаимного фонда Vanguard 500 Index Trust оцениваются более чем в \$100 млрд.

Флагманский индекс Standard & Poor's — S&P 500, который включает акции 500 компаний и охватывает весь американский фондовый рынок. В него входят несколько неамериканских компаний, но они были включены в индекс до принятия соответствующего решения, а в настоящее время такого больше не делается. В индекс входят преимущественно акции компаний с высокой капитализацией, отобранные так, чтобы они представляли американский фондовый рынок в целом. Поддержанием индекса занимается индексный комитет; в состав индекса всегда включаются 500 акций, а изменения вносятся по мере необходимости или по усмотрению комитета.

### Кто входит в Индексный комитет Standard & Poor's

Поддержанием индексов Standard & Poor's занимается комитет, состоящий из девяти человек, штатных сотрудников агентства. Хотя индексы и индексный комитет существуют довольно давно, только в последние 10–15 лет комитет приобрел свою сегодняшнюю известность. Для тех читателей, которые пропустили предисловие к книге, повторю, что я, ее автор, являюсь председателем Индексного комитета Standard & Poor's.

Индексный комитет S&P отвечает за управление индексами — принимает решения о включении или исключении акций, определяет и обновляет политику, в соответствии с которой могут исключаться те или иные категории акций, и устанавливает правила расчетов и определения даты объявления об изменениях. Несмотря на то что агентство публикует общие принципы формирования индексов (см. [www.spglobal.com](http://www.spglobal.com)), окончательные решения принимаются непосредственно комитетом. В отличие от некоторых поставщиков индексов, которые полагаются на компьютеры и «объективные» правила, Standard & Poor's считает, что группа опытных аналитиков и инвесторов лучше любого компьютера. В конце концов, компьютер всего лишь выполняет программу, написанную людьми, поэтому вполне можно обойтись без помощи электронного посредника.

Центральный Индексный комитет отвечает за поддержание всех американских фондовых индексов Standard & Poor's. Кроме того, существуют региональные индексные комитеты, отвечающие за определенные географические регионы. Примерно раз в месяц комитет собирается на

закрытые заседания. На этих заседаниях рассматриваются грядущие изменения в положении компаний, входящих в тот или иной индекс S&P, такие как слияния или реорганизации, а также изучаются компании — кандидаты на включение в индекс. Хотя списки кандидатов существуют, они не предаются огласке и доступны лишь узкому кругу сотрудников S&P, которые непосредственно связаны с управлением индексами.

Время от времени комитет встречается с компаниями, которые входят или хотели бы войти в состав индекса. Чтобы такая встреча состоялась, комитет должен быть уверен, что она послужит интересам обеих сторон. Например, если компания просто хочет войти в S&P 500 и Standard & Poor's хорошо знает эту компанию, ее размер, финансовое положение и финансовую историю, комитет вряд ли согласится на встречу. Но если входящая в индекс компания планирует сложное слияние, то комитет идет на встречу и использует ее, чтобы разобраться в деталях запланированной сделки. Хотя Standard & Poor's не объявляет о таких встречах, сами компании вправе сообщить прессе, что они встречались с представителями S&P без указания на то, какое решение может принять агентство относительно их статуса в индексе. Поскольку непосредственно на встрече Индексный комитет не принимает решений, компании никогда не знают, каким оно будет.

Иногда компании прибегают к лоббированию своих интересов в Индексном комитете. Как показывает опыт, если кто-то из членов получает ряд писем от компании с просьбой рассмотреть ее кандидатуру, то раньше или позже такие же письма начинают получать и остальные его члены. Поэтому Standard & Poor's предпочитает не разглашать имена всех членов комитета.

Помимо S&P 500, Standard & Poor's предлагает и другие индексы, которые охватывают рынки США, а также другие рынки. В числе американских индексов можно назвать S&P 100, S&P MidCap 400, S&P SmallCap 600, S&P Super Composite 1500 и целую серию индексов акций роста и стоимости, которые рассчитываются совместно с консалтинговой фирмой BARRA. Индекс S&P 100 включает 100 акций из состава S&P 500 и является базовым активом для опционов ОЕХ. Изначально этот индекс был разработан для Чикагской опционной биржи (СВОЕ), одной из ведущих бирж США. Но впоследствии Standard & Poor's взяла управление индексом на себя.

Индексы Standard & Poor's подразделяются по секторам экономики, отраслевым группам, отраслям и подотраслям. Все акции разнесены по 10 секторам, на самом детальном уровне — по 125 подотраслям. В то время как многие поставщики индексов придерживаются собственных систем секторной и отраслевой классификации, агентство Standard & Poor's совместно с Morgan Stanley Capital International (MSCI, еще одним ведущим поставщиком индексов) создало общую систему отраслевой классификации.

### **Dow Jones & Company**

Компания Dow Jones & Company, издатель газеты *The Wall Street Journal*, рассчитывает индекс Dow Jones Industrial Average, пожалуй, самый известный и распространенный индикатор фондового рынка США. По сути, Dow представляет собой среднюю взвешенную цену акций 30 ведущих компаний, выбранных редакционным комитетом газеты. Это самый старый из действующих индексов американского фондового рынка. Другие индексы, в том числе S&P 500, были разработаны позже и рассчитаны задним числом, чтобы «создать» историю. Dow существует с 1896 г. У промышленного Dow имеется два менее известных компаньона — Transports (для транспортных компаний) и Utilities (для коммунальных компаний). Все вместе они образуют составной индекс Dow Composite.

Популярность Dow среди инвесторов отчасти объясняется тем, что он существует очень давно, отчасти рекламой, которую обеспечивает ему *The Wall Street Journal*, и отчасти тем, что в него входят в основном голубые фишки, известные и надежные американские компании. В последние годы агентство Dow Jones значительно расширило спектр предлагаемых индексов, начав рассчитывать взвешенный по капитализации индекс американских акций, очень похожий на S&P 500, целый ряд национальных и глобальных индексов, а также серию индексов для европейского рынка по аналогии с Dow Industrial. Ни один из этих индексов, однако, не получил широкого распространения в США.

### **Frank Russell Company и Wilshire Associates**

Frank Russell Company и Wilshire Associates — еще два ведущих американских поставщика индексов. Обе компании занимаются оказанием консультационно-аналитических услуг профессиональным инвестиционным менеджерам. Wilshire Associates также предлагает взаимные фонды на основе своих индексов. В отличие от индексов Standard & Poor's и Dow Jones индексы Russell и Wilshire основаны на формулах и рассчитываются компьютерными программами. Также в отличие от индексов Standard & Poor's и Dow Jones, которые меняются по мере необходимости, состав индексов Wilshire и Russell пересматривается раз в год путем внесения изменений в программы и данные. Некоторые инвесторы утверждают, что компьютеры лучше справляются с управлением фондовыми индексами, цель которых — отражать рынок, а не мнения горстки людей из индексного комитета. Другие сомневаются, что компьютерная программа может дать более точные результаты, чем продуманные решения группы опытных инвесторов и аналитиков. В любом случае, программы составляются людьми, поэтому за индексами Russell и Wilshire стоят все те же индексные комитеты.

Таблица 8-1 содержит краткие сведения об основных индексах четырех вышеуказанных поставщиков. Это далеко не исчерпывающий список.

Таблица 8-1

## Основные фондовые индексы

Индекс	Кол-во акций	Управление и метод	Критерии отбора бумаг	Комментарии
Standard & Poor's www.spglobal.com				
S&P 500	500	Комитет; взвешенный по капитализации	Американские компании	
S&P 100	100	Комитет; взвешенный по капитализации	Из состава S&P 500	Базовый актив для опционов OEX
S&P MidCap 400	400	Комитет; взвешенный по капитализации	Средняя рыночная капитализация — \$1–4 млрд	
S&P SmallCap 600	600	Комитет; взвешенный по капитализации	Малая капитализация — менее \$1 млрд	
S&P Super Composite 1500	1500	Комитет; взвешенный по капитализации		Составлен из индексов S&P 500, S&P MidCap 400 и S&P SmallCap 600
S&P 500/BARRA Growth S&P 500/BARRA Value	500 акций из S&P 500	Две части S&P 500 (по 50% суммарной рыночной капитализации), выбранные на основе коэффициента «цена/балансовая стоимость»	Только акции из S&P 500	Совместный индекс S&P и BARRA
S&P MidCap 400/BARRA Growth S&P MidCap 400/BARRA Value	400 акций из S&P MidCap 400	Две части S&P MidCap 400 (по 50% суммарной рыночной капитализации), выбранные на основе коэффициента «цена/балансовая стоимость»	Только акции из S&P MidCap 400	Совместный индекс S&P и BARRA

Продолжение таблицы 8-1

Индекс	Кол-во акций	Управление и метод	Критерии отбора бумаг	Комментарии
S&P SmallCap 600/BARRA Growth	600	Две части S&P SmallCap 600 (по 50% суммарной рыночной капитализации), выбранные на основе коэффициента «цена/балансовая стоимость»	Только акции из S&P SmallCap 600	Совместный индекс S&P и BARRA
S&P SmallCap 600/BARRA Value	600			
Dow Jones & Company <a href="http://averages.dowjones.com">http://averages.dowjones.com</a>				
Industrials	30	Комитет; взвешенный по цене		Самый популярный биржевой индикатор
Transports	15	Комитет; взвешенный по цене		
Utilities	20	Комитет; взвешенный по цене		
Composite	65	Комитет; взвешенный по цене	Составлен из предыдущих трех индексов	
Dow U.S. Equities	550	Взвешенный по капитализации	Имеет подиндексы для секторов и отраслей	Затмевается Dow
Frank Russell Company <a href="http://www.Russell.com">www.Russell.com</a>				
Russell 3000	3000	Расчетная база пересматривается ежегодно по данным на 31 мая; взвешенный по капитализации индекс акций 3000 крупнейших компаний	3000 ведущих акций, торгующихся на биржах NYSE, Amex и NASDAQ	Рассчитывается компьютерной программой без промежуточных корректировок
Russell 1000	1000		1000 самых крупных компаний из Russell 3000	

Продолжение таблицы 8-1

Индекс	Кол-во акций	Управление и метод	Критерии отбора бумаг	Комментарии
Russell 2000	2000		Компании с 1001 по 3000 из индекса Russell 3000	Популярный индекс компаний малой капитализации
Russell Growth/Value	разное	Подиндексы, сформированные на основе коэффициента «цена/балансовая стоимость» и прогнозной величины прибыли на акцию	Акции роста и стоимости	Расчитываются по формуле на компьютере
Russell Top 200	200		200 крупнейших компаний из Russell 1000	
Russell Midcap	800		800 компаний средней капитализации из Russell 1000	
Russell 2500	2500		2500 компаний средней и малой капитализации из Russell 3000	
Wilshire Associates www.wilshire.com				
Wilshire 5000	> 7000	Взвешенный по капитализации индекс акций всех активно торгуемых американских компаний, для которых доступна информация по цене	Штаб-квартира компании должна находиться в США	«Полный» индекс
Wilshire 4500	6500		Wilshire 5000 кроме 500 акций, входящих в S&P 500	

Окончание таблицы 8-1

Индекс	Кол-во акций	Управление и метод	Критерии отбора бумаг	Комментарии
Wilshire Large Cap 750	750	База пересматривается ежегодно 30 июня	750 крупнейших компаний из Wilshire 5000	
Wilshire MidCap 500	500	База пересматривается ежегодно 30 июня	Компании с 501 по 1000 из Wilshire 5000 по рыночной капитализации	Частично перекрывает Wilshire Large Cap
Wilshire SmallCap 1750	1750	База пересматривается ежегодно 30 июня	Компании с 751 по 2500 из Wilshire 5000	
Wilshire MicroCap	порядка 6000	База пересматривается ежегодно 30 июня	Все компании с 2501 до конца списка Wilshire 5000	
Wilshire Growth/Value	разное	База пересматривается ежегодно 30 июня	Акции роста/стоимости из индексов Wilshire	Методология не определена

Чтобы получить более полную информацию по существующим индексам, заинтересованные — или любопытствующие — инвесторы могут обратиться к ресурсам Всемирной паутины. В приложении к книге приводятся адреса рекомендуемых сайтов.

Несмотря на размеры таблицы, она дает лишь поверхностное представление о фондовых индексах. Существует масса других индикаторов американского фондового рынка. Во-первых, большинство основных поставщиков индексов, такие как Standard & Poor's или Dow Jones, подразделяют свои индексы по секторам экономики, отраслевым группам и отраслям. Это дает нам широкий спектр специализированных индексов. Последние являются очень полезными инструментами для инвесторов, поскольку позволяют сравнить результаты отдельно взятой акции с результатами конкретной отрасли, сектора экономики и рынка в целом. Например, если вы вложили деньги в популярные акции компьютерных компаний, таких как Dell или IBM, то сможете определить, кому вы обязаны своим благосостоянием (или его отсутствием) — самой компании, отрасли (компьютерная техника), сектору (технологии) или рынку в целом.

Таблица 8-2

**Доходность индексов, 1995–1999 гг.**

	Совокупная годовая доходность индексов, 1995–1999 гг. (%)
S&P 500	28,56
S&P MidCap 400	23,05
S&P SmallCap 600	17,04
S&P 100	32,24
S&P Super Composite 1500	27,55
Russell 1000	28,05
Russell 2000	16,69
Russell 3000	26,94
Wilshire 5000	27,06
Wilshire 4500	23,68

Источник: Standard & Poor's Fund Services Micropal Data.

Есть также индексы, которые охватывают другие страны помимо США. Четыре ведущих игрока на глобальной арене — Standard & Poor's, Dow Jones, MSCI и FTSE. С двумя из них мы уже познакомились. Под аббревиатурой MSCI скрывается компания Morgan Stanley Capital International. MSCI рассчитывает серию индексов, отслеживающих рынки 51 страны. Индексы FTSE — совместный проект газеты *Financial Times* и Лондонской фондовой биржи (LSE). Самый известный среди них — FTSE-100, включающий 100 акций крупнейших компаний, торгуемых на лондонской бирже. Также популярна серия мировых индексов FTSE World Indexes, которые охватывают 29 стран мира.



Поскольку правильный выбор индекса подразумевает нечто большее, чем поиск того из них, что показал наилучшую доходность за прошлый год, неизбежно возникают вопросы. Вы должны понимать, что к любому сравнению с 1990-ми гг. следует относиться с долей скептицизма, поскольку это десятилетие было необычайно успешным для американского фондового рынка. Тем не менее в таблице 8-2 приведены данные по доходности некоторых из упомянутых индексов за последние пять лет, с 1995 по 1999 г.



## ЧАСТЬ II

# ИНВЕСТИРУЕМ В ИНДЕКСЫ

**В** части I мы получили общие представления о фондовом рынке и фондовых индексах. Ее идея проста: фондовый рынок сопряжен с риском, но если вы готовы ждать, то он вознаградит вас за терпение. Иногда, как в конце 1990-х гг., рынок вознаграждает очень быстро. В другие времена, как в 1970-е гг., это происходит не сразу. Фондовые индексы — барометры рынка, которые отражают его текущее состояние и динамику. Но не только. Они могут быть основой инвестиционной стратегии и служить ориентиром для оценки результатов отдельных акций или групп акций. Часть II этой книги посвящена инвестированию в фондовые индексы, в Части III говорится о том, как использовать индексы для отбора акций.

Сегодня инвестирование в индексы переживает настоящий бум. Активы индексных фондов, портфели которых воспроизводят S&P 500, самый популярный фондовый индекс, превышают \$1 трлн. Активы еще на полтриллиона привязаны к другим индексам, таким как S&P MidCap 400, S&P Small-Cap 600, Dow, а также индексам, которые рассчитываются компаниями Frank Russell Company, Wilshire Associates, Morgan Stanley Capital International. Индексирование как инвестиционная стратегия появилось в середине 1970-х гг., но широкое распространение получило только в последние пять лет. Долгое время менеджеры активно управляемых фондов утверждали, что индексные фонды обречены на заурядную доходность, поскольку они не могут быть лучше индексов или средних показателей.

Действительно, индексные фонды редко превосходят свой индекс, но зато часто переигрывают активных управляющих. В любом отдельно взятом году только одному из трех взаимных фондов удастся показать более высокие результаты, чем S&P 500. И это не теоретические выкладки — это реальные цифры реального рынка. Если вы уверены в своей способности найти фонд-победитель, который опередит все индексы, вам можно пожелать удачи. Но помните, что кто-то вкладывает деньги в остальные две трети фондов, которые проигрывают. Объяснение хороших результатов индексных фондов до-

вольно простое. Взятые как группа, все фонды на рынке (индексные и активно управляемые) до вычета расходов должны в среднем давать результат, равный результату индекса. Как показывает простая арифметика, если все в среднем получают 12%, в том числе индексные фонды, то неиндексные фонды тоже заработают в среднем 12%. Но у индексных фондов расходы составляют от  $\frac{1}{5}$  до 1%, а у активно управляемых фондов — от  $\frac{3}{4}$  до 2% и выше. Поскольку эти расходы покрываются из кармана инвестора, в чистом виде индексные инвесторы получают гораздо больше, чем вкладчики взаимных фондов<sup>18</sup>.

Часть II мы начнем с краткого обзора истории американского фондового рынка после Второй мировой войны. Несмотря на то, что здесь мы используем индекс S&P 500 в качестве ориентира, смотрите на него как на реально существующий индекс, в который сегодня можно вкладывать деньги. Кстати сказать, возможность вкладывать деньги в этот индекс появилась в 1976 г., когда был открыт первый индексный фонд Vanguard 500 Fund.

## Глава 9



# Краткий курс современной истории фондового рынка

**П**о истории финансов и фондового рынка написано много хороших книг. Наши цели намного скромнее. Мы лишь пробежимся по последним десятилетиям, чтобы довести до самых скептически настроенных читателей три простые мысли.

Во-первых, то, что акции растут. Не все время, но с приемлемым постоянством. Конечно, бывают знаменательные взлеты и падения, но история показывает, что инвесторы, которые держат акции достаточно долго, вознаграждаются за свое терпение. «Достаточно долго» — это не значит вечно. Мы начнем краткий курс истории фондового рынка, представленного индексом S&P 500, с 1945 г. Можно было уйти в историю еще дальше, но шести десятилетий, на мой взгляд, вполне достаточно.

Во-вторых, лучшая стратегия в этой игре — купить и держать, т. е. выйти на рынок и оставаться на нем. Мы рассмотрим несколько сценариев: что было бы, если бы инвестор пропустил пять или десять лучших или худших дней в истории фондового рынка, и, пожалуй, наихудший вариант — что было бы, если бы кто-то вложил деньги в акции накануне краха 1929 г. Помимо прочего, эти примеры напомним нам о важности дивидендов даже на нынешнем бычьем рынке.

И в-третьих, чтобы логически дополнить приведенные аргументы и доказать, что они относятся не только к одному индексу, мы сопоставим результаты по трем фондовым индексам — S&P 500, Dow Jones Industrials и NYSE Composite (составной индекс Нью-Йоркской фондовой биржи). Также для сравнения мы приведем некоторые данные по зарубежным фондовым рынкам за более близкие к нашему времени периоды. Хотя там есть свои особенности, общая картина одинакова.

## История рынка с 1945 г.

На рис. 9-1 показана динамика индекса S&P 500 начиная с 1945 г. За начало отсчета взято среднее значение индекса за период 1941–1943 гг., равное 10. В начале 1945 г. индекс находился на отметке примерно 13,5 пункта, немного выше своего базового уровня. В целом год оказался лучше, чем его начало: рынок вырос примерно на треть к 1946 г. На графике это едва заметно из-за масштаба. Более наглядно динамика рынка представлена на рис. 9-2. Здесь использован старый статистический прием — приведено изменение не самого индекса, а его логарифма. В данном случае о логарифмах нам достаточно знать лишь то, что они позволяют сжать график по вертикальной оси, чтобы сделать его более читаемым и чтобы крутизна линии показывала, насколько быстро растет или падает рынок. (В прежние времена графики фондового рынка предполагали использование пропорциональной шкалы, а не логарифмической или полулогарифмической.) Но довольно математики. Просто поймите, что этот график легче читать и что он позволяет нам увидеть скачок рынка в 1945 г. Вы также можете видеть, что большая часть прироста была потеряна в результате обвала 1947 г. и дальнейшего падения вплоть до 1949 г. На коротких периодах, порядка нескольких лет, фондовый рынок может быть очень нестабильным.

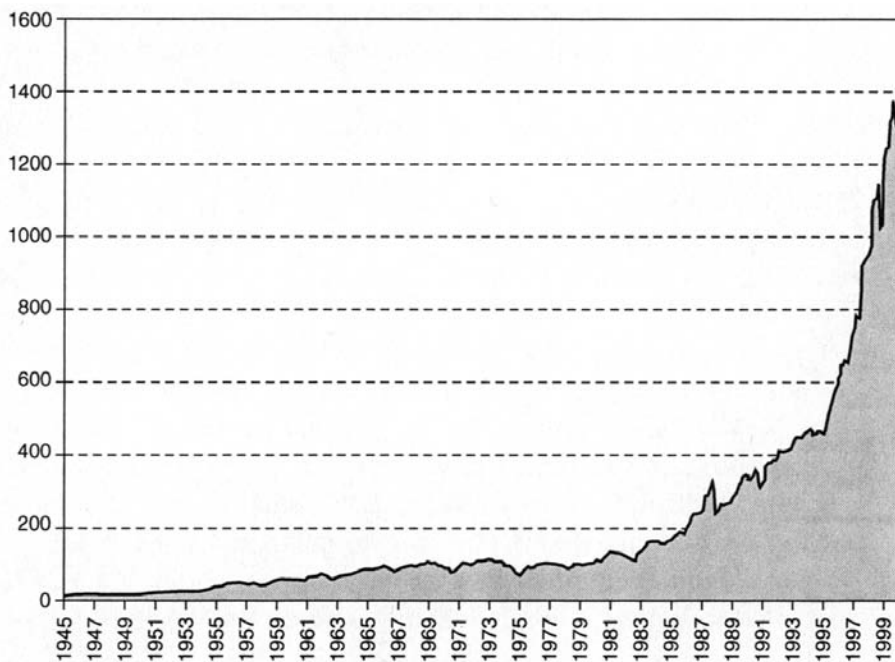
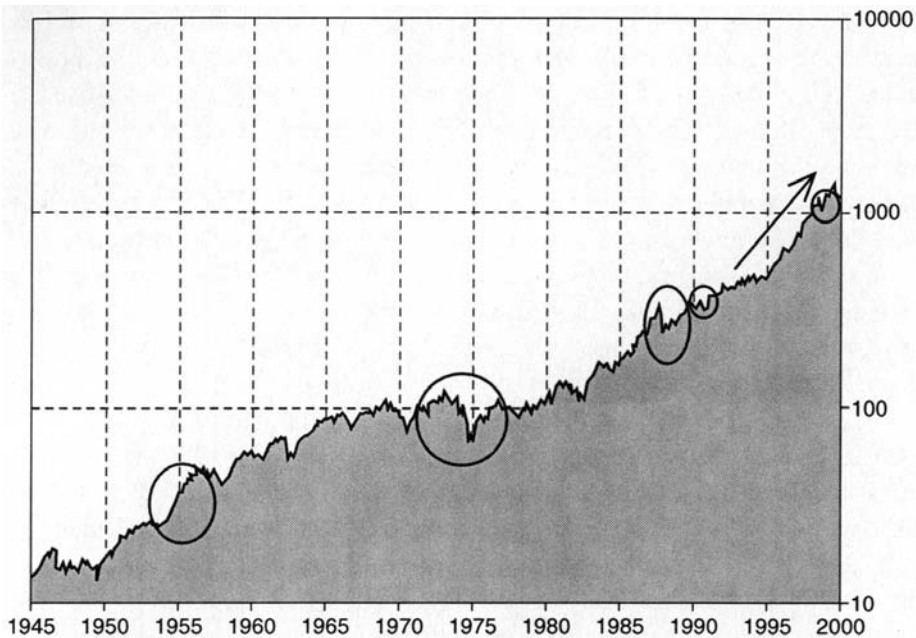


Рис. 9-1. Индекс S&P 500 с 1945 по 1999 г.



**Рис. 9-2.** Логарифм S&P 500 с 1945 по 1999 г.

Посмотрите на график в целом. В долгосрочной перспективе фондовый рынок всегда растет. С отметки 13,5 пункта в начале 1945 г. S&P 500 поднялся, хотя и с многочисленными паузами и отступлениями, выше 1400 пунктов в конце 1999 г. И это если не брать в расчет дивиденды и результаты их реинвестирования в акции. Хочу обратить ваше внимание на пару характерных моментов. Во-первых, это многочисленные взлеты и падения рынка. Пожалуй, один из самых ровных отрезков приходится на последние несколько лет (отмеченных стрелкой). Во-вторых, реальные результаты рынка не всегда совпадают с теми, что задержались в нашей памяти. Несмотря на высокую волатильность, 1950-е гг. были необычайно удачными для фондового рынка. К лету 1955 г. рынок вырос более чем на 40% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. И наоборот, 1960-е гг., которые обычно вспоминают как лучшее десятилетие в истории американской экономики, выдались не столь успешными для фондового рынка, как 1950-е.

В первой половине 1970-х гг. наблюдается долгосрочный понижительный тренд. В 1973–1974 гг. рынок пережил глубокое падение — на графике эти годы обведены кружком. В январе 1973 г. рынок держался около 118 пунктов, а к концу 1974 г. упал более чем на 40%. Вновь выйти на уровень 1973 г. и установить новые максимумы ему удалось только в 1980 г. Медвежий рынок 1973–1974 гг. был отмечен самым серьезным падением со времен биржевого краха 1929 г. и намного превосходит все то, что случалось позже. Меня неизменно удивляет, почему инвесторы не помнят и не исследуют медвежий рынок 1973–1974 гг., а предпочитают фокусироваться исключительно на 1929 г.

В конце 1970-х гг. на рынке в целом проявился боковой тренд на фоне попыток ФРС бороться с инфляцией. В 1979 г. новым главой этого ведомства был назначен Пол Волкер, который задался целью сбить инфляцию, державшуюся на уровне 15%. Волкер поднял процентные ставки, что привело к глубокой рецессии в экономике и депрессии на фондовом рынке, продолжавшейся с осени 1979 до лета 1982 г. Инфляция снизилась, но цены акций последовали за ней. Летом 1982 г. фондовый рынок опустился настолько, что цены перестали отражать реальность: состояние экономики было не столь удручающим. Затем ФРС начала понижать процентные ставки. На это сначала среагировали облигации, а за ними и акции. К июню 1983 г. цены акций выросли на 50% по сравнению с уровнем, на котором они находились всего год назад, незадолго до того, как рынок развернулся к росту. Впоследствии этот подъем перешел в мощнейший бычий рынок, который продолжается до сих пор, вот уже более 18 лет.

Подъем не был непрерывным, но паузы оказывались на удивление короткими. В 1984 г. ФРС вновь озаботилась проблемой инфляции и ужесточила политику, в результате чего акции скользнули вниз, но быстро возобновили рост. Весной и летом 1987 г. цены взлетели, достигли максимума в августе и начали медленный откат, перешедший в обвальное падение в октябре 1987 г. В течение одного дня 19 октября, в черный понедельник, акции потеряли примерно одну пятую своей стоимости. Этот обвал остается самым примечательным событием в истории фондового рынка, даже 13 лет спустя и не смотря на вереницу других провалов.

Некоторые утверждают, что предвидели и предсказывали обвал рынка в 1987 г. Я не буду делать здесь подобных заявлений, хотя мне бы хотелось напомнить инвесторам о том, что одного только предсказания краха недостаточно для того, чтобы заработать деньги. Верхом мастерства можно было бы считать предвидение краха, продажу акций, а затем возврат на рынок на минимуме 20 октября 1987 г. Напомню и еще о некоторых важных фактах, связанных с рынком 1987 г. Во-первых, если брать год в целом, то в 1987 г. фондовый рынок не упал, а вырос. Совокупная доходность индекса S&P 500 с 31 декабря 1986 г. по 31 декабря 1987 г. составила 5,2%. Во-вторых, прежде чем уйти в однодневное пике, рынок снижался на протяжении не одной недели. С 25 августа, когда был достигнут максимум, до 12 октября 1987 г., за неделю до краха, цены снизились на 8,1%. За неделю с 12 по 16 октября они упали еще на 8%, побив все рекорды по объемам. Затем наступил черный понедельник 19 октября, когда акции сделали самый глубокий нырок, потеряв 20,4% стоимости в течение одного дня. Потери по индексу Dow Jones Industrials были чуть выше — 22,6%.

Обвал рынка акций в 1987 г. преподносит нам несколько важных уроков. Во-первых, крах фондового рынка не обязательно влечет за собой экономический кризис. В 1929 г. экономика уже находилась в рецессии, когда произошел октябрьский обвал. Во-вторых, инвесторы, которые считают, что могут предугадать движение рынка и заработать на нем, должны угадать два раза



подряд — когда уйти и когда вернуться. Хотя многие заявляют, что предчувствовали крах и вышли из акций в промежутке между пиком 25 августа и дном 19–20 октября, мало кто распространяется о том, когда они вернулись на рынок.

После обвала 1987 г. история рынка стала менее увлекательной, но более доходной для инвесторов. Рецессия 1990–1991 гг. и война в Персидском заливе стали причиной очередной коррекции на фондовом рынке, сопровождавшейся значительным проседанием цен. Такое поведение типично для рынка акций — экономика замедлила рост, специфические риски, связанные с войной в заливе, вышли на передний план, и акции пошли вниз. Но рынок начал восстанавливаться задолго до окончания рецессии и войны в заливе и вскоре вернулся на траекторию роста, начатую в 1982 г. Для инвесторов это напоминание о том, что рецессии и войны оказывают негативное влияние на фондовый рынок, но чтобы сыграть на этих перепадах и что-то заработать, нужно правильно угадать два раза подряд — когда уйти и когда вернуться. В октябре 1990 г., когда фондовый рынок устремился вниз, ситуация выглядела довольно мрачно. Во-первых, экономика явно буксовала, и было официально объявлено о начале рецессии, которая фактически началась еще два месяца назад. Во-вторых, страна была занята широкомасштабным наращиванием военной мощи. Но для инвесторов эти мрачные дни, как оказалось впоследствии, были лучшим временем для покупки акций.

Если смотреть на цифры или графики, то период с начала 1994 г. до начала 1995 г. может показаться совершенно неинтересным. Рынок двигался в боковом направлении и не демонстрировал серьезных изменений — совокупная доходность S&P 500 составила всего 1,3%. Однако эти годы были одними из самых интересных и знаменательных для рынка 1990-х гг., а может быть, и следующего десятилетия. В начале 1994 г. ФРС увидела опасность роста инфляции и отреагировала на нее агрессивной денежно-кредитной политикой. Ставки по федеральным фондам, основной инструмент регулирования процентных ставок в распоряжении ФРС, были подняты в течение года с 3 до 5,5%. Такие меры разорили рынок облигаций, на котором обрушились цены и инвесторы стали нести убытки. Фондовый рынок, по большому счету, избежал опустошения, поскольку цены акций практически не сдвинулись с места. В то же время прибыль на акцию для S&P 500 выросла на 40%, а коэффициент «цена/прибыль» упал с 21 в начале 1994 г. до 15 в конце года. Для тех, кто считает, что ФРС вносит лишь сумятицу на рынок акций, 1994 г. является приятным исключением.

С начала 1995 г. до конца 1999 г. рынок продемонстрировал впечатляющий рост, подарив нам пять лучших календарных лет в современной истории. Но даже на этом бурно растущем рынке случались провалы. Они служат напоминанием о том, что фондовый рынок подвержен колебаниям. В июле 1997 г. обрушилась национальная валюта Таиланда, и разразился азиатский финансовый кризис. Американский фондовый рынок пережил несколько сильных

однодневных падений, среди которых особенно выделяется падение на 6,9% 27 октября 1997 г. Чуть меньше чем через год, когда многие решили, что международный финансовый кризис остался позади, Россия объявила дефолт по некоторым государственным долговым обязательствам, в результате чего цены акций за шесть недель снизились на 20%. Рыночные потрясения усугубились сенсационным фиаско знаменитого хедж-фонда Long Term Capital Management, пострадавшего от убытков на рынке российских ГКО. Инвесторы должны быть готовы к подобным неприятностям.

## Лучшие и худшие дни

Предположим, что инвестор пропускает пять худших дней на фондовом рынке в промежутке между 1928 и 1999 г. или пять лучших дней. К чему это приведет? Если брать только изменение цен без учета реинвестирования дивидендов (поскольку дневные данные по дивидендам в такой ретроспективе просто отсутствуют), вложение в размере \$1000, сделанное 2 января 1928 г., превратилось бы в \$78 520 к 31 января 2000 г. Это дает нам среднегодовую доходность порядка 6,26%. (Еще раз напомним, что мы не берем в расчет дивиденды, вот почему полученный результат гораздо ниже 9–11%, о которых мы говорили выше.)

Если бы кому-то действительно удалось пропустить пять худших дней за последние 70 лет — таких как 19 октября 1987 г. или 28 и 29 октября 1929 г. — его можно было бы назвать гениальным и к тому же фантастически удачливым инвестором. Он также был бы вдвое богаче, потому что заработал бы не \$78 500, а \$154 000. Но если бы этот инвестор упустил пять лучших дней, то вместо \$78 500 получил бы всего \$42 500, а 6,2% годовых уменьшились бы до 5,38%. Взгляните на таблицу 9-1. В реальности никто не может предвидеть рыночные события настолько, чтобы пропустить пять худших дней и поймать пять лучших дней на отрезке в 70 лет. Но если выйти на рынок и оставаться на нем в течение всего времени, вы определено не пропустите лучшие дни, хотя вам придется пережить и худшие. В долгосрочной перспективе фондовый рынок всегда растет, и в случае постоянного присутствия на нем ваши деньги будут расти вместе с ним.

Есть и второй аспект, который стоит учитывать. Предположим, что акции делают опасный скачок и вы, обеспокоившись, уходите с рынка. Снизилась ли ваша риски? Избавившись от акций, вы свели к нулю шансы оказаться на рынке в один из худших дней. Но вы также свели к нулю и шансы оказаться на рынке в один из лучших дней. Давайте посмотрим, когда в реальности наступали эти лучшие дни. Оказывается, чаще всего они приходятся на самые мрачные времена, когда ситуация выглядела хуже некуда. Например, один из лучших дней — 15 марта 1933 г. Сразу после своей инаугурации Франклин Рузвельт объявил банковские каникулы и закрыл все рынки и банки. Когда рынки открылись, акции прыгнули вверх в один из тяжелейших моментов в

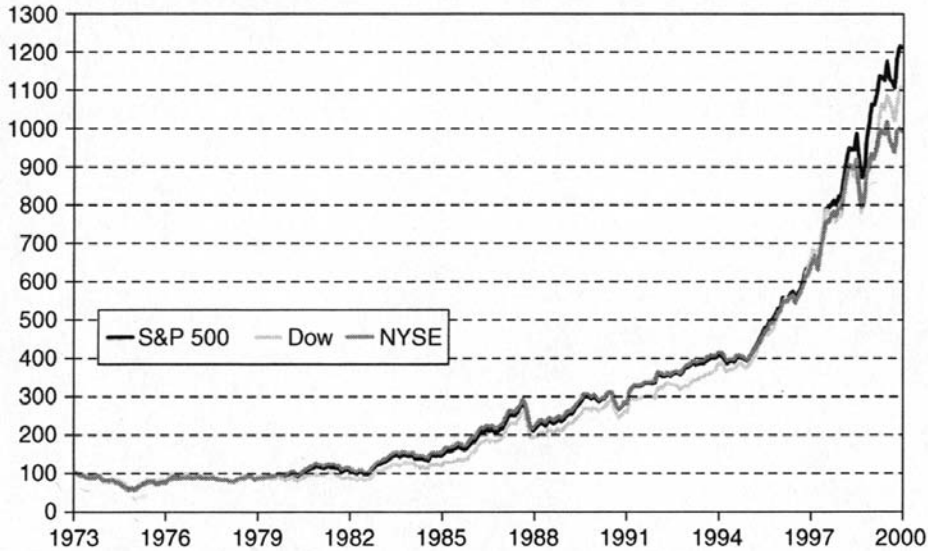
Таблица 9-1

**Результаты для инвестиции в размере \$1000 в период с 2 января 1928 г. по 31 января 2000 г. при различных сценариях (без учета реинвестирования дивидендов)**

Доходность за весь период	\$78 517	6,26%
Если пропущено 5 худших дней	\$154 183	7,25%
Если пропущено 5 лучших дней	\$42 579	5,38%
Если пропущено 5 худших и 5 лучших дней	\$83 613	6,35%

американской финансовой истории. Второй лучший день был своего рода фальстартом. В предпоследний день месяца, 30 октября 1929 г., произошел отскок после краха 28 и 29 октября, и рынок вырос на 12,5%. Все, кто поддался панике, ушли с рынка еще 28 и 29 октября 1929 г.

Два других дня, хотя и не попадающих в десятку лучших, но ознаменовавшихся сильным ростом, последовали после обвала 19 октября 1987 г., когда фондовый рынок развернулся и — в отличие от 1929 г. — продолжил рост. Несколько хороших дней связаны с окончанием коррекций в 1998 г. и 1999 г., когда настроение на рынке было довольно пессимистичным. Мораль сказанного такова, что в долгосрочном периоде рынок всегда растет, и единственный способ воспользоваться этим — постоянно присутствовать на рынке. Уход с рынка избавляет инвестора от риска потерять деньги, но так-



**Рис. 9-3.** Сравнение динамики S&P 500, Dow Jones Industrials и NYSE Composite в период с января 1973 г. по январь 2000 г. (1973 = 100)

же лишает его возможности заработать. Чуть дальше мы рассмотрим более универсальные способы снижения рисков.

## **S&P 500 и другие индикаторы**

На рис. 9-3 показана динамика трех ведущих индексов американского фондового рынка: S&P 500, Dow Jones Industrials и NYSE Composite в период с января 1973 г. по январь 2000 г. Все три графика приведены к уровню января 1973 г., который принят за 100. Не сложно заметить, что большую часть времени индексы двигались практически одинаково. Даже в последние несколько лет, когда графики немного разошлись, месячные колебания сохранили одинаковый характер. Отсюда следует, что, хотя наш анализ истории опирался на индекс S&P 500, картина осталась бы той же, если бы в качестве ориентира был выбран любой другой индекс.

Рост расхождения в последние годы вызван двумя причинами. Во-первых, в последние несколько лет выросло влияние и вес технологического сектора на фондовом рынке. Поскольку акции некоторых крупнейших технологических компаний не торгуются на Нью-Йоркской фондовой бирже, они не входят в ее составной индекс. До недавнего времени они не входили и в тридцатку Dow. В S&P 500 их включили несколько лет назад, что придало индексу дополнительный толчок. Во-вторых, по мере роста значений небольшие движения усиливаются.

## Глава 10



# Риск

### Снижение риска с помощью денежных инструментов

**К**акой бы притягательной или отталкивающей ни казалась нам история фондового рынка за последние 50 лет, инвестирование на нем всегда связано с риском. Неправильно выберите акции или не угадайте момент, и вы потеряете деньги. Если бы в устранении риска мы видели лишь исключение ошибок, то нам никогда бы не удалось избавиться от него. Но если смотреть на проблему как на снижение вероятности потери какой-то части денег за определенную плату, то оказывается, что риски вполне управляемы. В этом разделе мы рассмотрим некоторые аспекты рисков на фондовом рынке и предложим один из способов их снижения.

Для инвесторов риск может означать колебание стоимости вложений в более широких пределах, чем хотелось бы, или получение меньшей, чем ожидалось, суммы при выходе из инвестиций. (Почти наверняка она будет меньше, чем вам хотелось бы, — но это не столько риск, сколько проза жизни.) Предположим, что вы вложили деньги в S&P 500 через индексный фонд. Если брать период с начала 1945 г. до января 2000 г., то из 661 месяца вы бы теряли деньги в 186, т. е. чуть чаще, чем каждый пятый месяц. Хотя в итоге вы все равно остались бы в выигрыше с месячной доходностью 1,12%, в некоторые моменты потери могли бы быть очень значительными. В октябре 1987 г. — в особенно неудачный месяц — вы потеряли бы примерно 21,5% стоимости своих вложений. Теперь представьте, что есть простой способ сократить эти потери «всего» до 11%.

Вот этот способ: если бы ваш портфель состоял наполовину из казначейских векселей (или вложений в фонд денежного рынка) и наполовину из

акций, потери были бы не столь значительными, порядка 11%. Впрочем, выигрыши тоже были бы не слишком впечатляющими. В лучший месяц, октябрь 1974 г., когда рынок акций показал доходность свыше 16,8%, инвестор, находящийся наполовину в акциях, наполовину в денежных инструментах, получил бы всего 8%. Среднемесячная доходность у такого инвестора составила бы 0,76%, что гораздо ниже, чем у его более рискованного собрата, вложившего все деньги в акции.

Каким инвестором вам лучше быть — вопрос, на который эта книга не дает ответа, поскольку каждый должен решить сам, какой риск он готов принять. Таблица 10-1 позволяет получить представление о результатах сочетания акций с денежными инструментами в различных пропорциях. Данные охватывают последние 55 лет и показывают, какую доходность принесли бы портфели, состоящие из казначейских векселей и вложений в S&P 500. Очевидно лишь одно — за снижение риска нужно платить. Когда инвестор уменьшает размер или вероятность крупных месячных убытков, он также уменьшает размер или вероятность крупных месячных выигрышей.

Модельные портфели в таблице 10-1 построены на основе реальных доходностей S&P 500 и казначейских векселей с начала 1945 г. по январь 2000 г. В расчетах мы исходили из того, что дивиденды по акциям реинвестируются в акции, а проценты по векселям — в казначейские векселя, а в январе каждого года инвестор перебалансирует портфель, покупая или продавая акции или векселя, чтобы вернуться к целевому соотношению. Если этого не делать, то доля акций будет постепенно расти, поскольку на длительных интервалах доходность акций выше доходности казначейских векселей. Для сравнения в последней колонке приведен портфель с изначальным соотношением 50/50, который перебалансируется раз в три года, а не ежегодно.

Первые четыре строки в таблице 10-1 содержат общие данные: среднегодовую доходность, стандартное отклонение, число месяцев с отрицательной доходностью за период с 1945 по 2000 г. (при общем количестве месяцев 661) и долю месяцев с отрицательной доходностью. Посмотрите на первые пять колонок, и вы получите наглядное представление о том, что такое компромисс между риском и доходностью. По мере перемещения вправо доходность возрастает с 4,8% до 14,3% годовых, а количество месяцев, когда портфель падает в стоимости, увеличивается с нуля до 241 месяца или до 35% всего времени. Вторая строка показывает стандартное отклонение. Это статистическая мера волатильности или риска, показывающая степень отклонения месячных результатов от среднемесячной доходности за 661 месяц. Для первого портфеля стандартное отклонение незначительно, порядка 0,8. Это значит, что большую часть времени месячные доходности были близки к среднему уровню, и если посмотреть на средний уровень, то можно получить довольно точное представление о том, сколько приносил каждый из месяцев. Понятно, что портфель, полностью состоящий из казначейских векселей, не имеет месяцев с отрицательной доходностью.

Таблица 10-1

**Результаты портфелей с различным соотношением  
денежных инструментов и акций, 1945–2000 гг.**

	Соотношение денежные инструменты/акции					
	100/0	25/75	50/50	75/25	0/100	50/50*
Среднегодовая доходность, %	4,8	7,2	9,5	11,9	14,3	9,6
Стандартное отклонение	0,8	3,6	7,2	10,7	14,2	7,4
Число месяцев с отрицательной доходностью	0	177	221	236	241	221
Доля месяцев с отрицательной доходностью, %	0	27	33	36	36	33
<i>Месячные доходности, %</i>						
Лучшая	1,27	3,70	6,95	11,23	16,81	7,32
Худшая	0,03	-6,17	-11,97	-17,05	-21,54	-12,58
<i>Число убыточных месяцев с начала 1945 до января 2000 г.</i>						
Число <-1%	0	37	121	159	186	124
Число <-2%	0	6	53	103	132	61
Число <-3%	0	2	24	61	100	24
Число <-4%	0	1	11	34	63	12
Число <-5%	0	1	3	22	42	5
Доля <-1%	0%	6%	18%	24%	28%	19%
Доля <-2%	0%	1%	8%	16%	20%	9%
Доля <-3%	0%	0%	4%	9%	15%	4%
Доля <-4%	0%	0,1%	2%	5%	10%	2%
Доля <-5%	0%	0,1%	0,5%	3%	6%	1%
Доля месяцев с падением стоимости портфеля на двухлетнем интервале, %	0%	1%	4%	6%	8%	4%

\*Портфель перебалансируется раз в три года, а не ежегодно, как портфели в колонках 1–5.

Но когда мы начинаем включать в портфель акции, его доходность резко возрастает, как, впрочем, и шансы потерять деньги (риски) и стандартное отклонение (амплитуда колебаний доходности).

Дальнейшее изучение таблицы помогает лучше понять, как сочетание денежных инструментов и акций влияет на результаты портфеля. Один из плюсов включения денежных инструментов — это уменьшение вероятности получения крайних результатов. Посмотрите на следующие две строки, где приведены данные по лучшим и худшим доходностям. Обратите внимание, что эти данные относятся к месячной, а не среднегодовой доходности. Это еще один хороший способ сравнения портфелей. Результаты консервативно-

го портфеля, состоящего полностью из денежных инструментов, не впечатляют: в лучший месяц доходность составила всего 1,27%, а в худший, хотя и осталась положительной, — 0,03%. Куда больше впечатляет — или пугает — динамика портфеля, состоящего только из акций: в лучший месяц он принес 16,8%, что гораздо выше среднегодовой доходности, а в худший месяц (октябрь 1987 г.) показал шокирующие потери в 21,3%. Впрочем, когда инвестиционный горизонт измеряется 50 годами и больше, лучшие и худшие месяцы не имеют решающего значения.

Если, как многих инвесторов, вас больше заботит возможность потерь, а не доходность, посмотрите на последние две группы строк в таблице. Они показывают число и долю месяцев, в которых портфели теряли 1%, 2%, 3%, 4% или 5% своей стоимости. И снова вы можете увидеть, как по мере продвижения вправо (по мере увеличения доли акций в портфеле) возрастает размер и вероятность потерь.

Не забывайте о том, что из-за присущей акциям волатильности в любом разговоре о риске необходимо учитывать фактор времени. Если вы планируете держать акции в течение 20 лет, их рост или падение в отдельно взятом месяце мало повлияет на то, сколько вы заработаете за 20 лет. Конечно, трудно забыть про сильнейшее падение в прошлом месяце, повторяя заклинание: «В следующие 20 лет все будет хорошо». И хватит ли кому-либо из нас оптимизма терять деньги на протяжении 5 лет подряд в надежде, что следующие 15 лет будут фантастически успешными? Чтобы вы лучше прочувствовали фактор времени, последняя строка в таблице показывает, как часто (какую долю месяцев начиная с 1945 г.) стоимость портфеля оказывалась ниже, чем два года назад. Два года — это не 20 лет, и даже не 5 лет подряд, но если вы не отличаетесь высокой психологической устойчивостью, и два года могут показаться вечностью.

Если брать предпоследнюю колонку в таблице — 100-процентные вложения в акции, — то стоимость такого портфеля падала ниже уровня двухлетней давности 8% всего времени. Последний раз такое случилось в 1983 г., а период, когда это было серьезной проблемой, приходится на середину 1970-х гг., после медвежьего рынка 1973–1974 гг. Ситуация с консервативным портфелем, состоящим на 25% из акций и на 75% из денежных инструментов, выглядит более оптимистично, хотя даже и здесь бывают падения на двухлетнем интервале.

Из этих примеров можно сделать вывод, что если вас беспокоит неустойчивость фондового рынка (рыночный риск), то риск можно эффективно снизить путем включения в портфель акций и денежных инструментов. Такое снижение риска не бесплатно: за тот же период времени на смешанном портфеле вы, скорее всего, заработаете меньше, чем на портфеле, состоящем только из акций.

Может возникнуть вопрос: не лучше ли использовать для снижения риска облигации, а не фонд денежного рынка, казначейские векселя или другие денежные инструменты? Действительно, облигации могут существенно по-



высить доходность смешанного портфеля, но они гораздо волатильнее и сложнее денежных инструментов. Кроме того, существует риск, что те события, которые вызывают падение рынка акций, обрушат и рынок облигаций. Например, повышение процентных ставок, когда ФРС (по какой-либо причине) ужесточает денежно-кредитную политику, обычно приводит к падению цен и акций, и облигаций, что отрицательно сказывается на результатах индексных фондов и фондов облигаций. А вместе с ценами акций и облигаций рушится и желанная защита от рисков. Более того, разные типы облигаций существенно различаются, поэтому мы не смогли бы ограничиться серией простых примеров. Вот почему в целях управления рисками я рекомендовал бы сочетать акции с денежными инструментами, а не с облигациями.

## Снижение риска за счет временного фактора

Как мы намекали в предыдущем разделе, есть еще одно средство снижения риска — это время. На первый взгляд такое утверждение может показаться бессмысленным. Разве можно говорить, что беспокоиться надо о краткосрочной перспективе, а о долгосрочной волноваться не за чем? Но время действительно является эффективным инструментом снижения риска. У этого метода даже есть свое название — временная диверсификация.

Фондовый рынок непрерывно то падает, то растет, и хорошие годы обычно чередуются с плохими. К тому же эти взлеты и падения непредсказуемы, и любые попытки предугадать их и воспользоваться ими подвергают опасности ваши вложения. Но поскольку рост в лучшие периоды обычно перекрывает потери в худшие, инвестор, планирующий долго оставаться на рынке и уверенный в своей способности выдержать и переждать плохие моменты, может использовать время как инструмент снижения рисков. Это нелегко, потому что, если в один из таких моментов долгосрочный инвестор поддастся панике и продаст, он может оказаться в гораздо худшем положении, чем даже тот, кто никогда не играл в эту игру. Например, инвесторы, которые продали акции после обвала 1987 г., впоследствии обнаружили, что ушли в самый неудачный момент. Для тех же, кто устоял, год даже не был убыточным (об этом мало кто помнит, но если брать 1987 г. в целом, то S&P 500 показал положительную годовую доходность порядка 2% без учета дивидендов).

Таблица 10-2 похожа на ту, что мы использовали выше при обсуждении возможностей снижения рисков за счет денежных инструментов, но на этот раз мы будем менять не состав портфеля, а инвестиционные периоды. В таблице используется портфель, состоящий на 75% из акций и на 25% из денежных инструментов, один из тех, что фигурировал в таблице 10-1. Для него были рассчитаны статистические показатели по инвестиционным периодам в 1 год, 2 года, 3, 5, 10 и 20 лет.

Данные охватывают период с января 1945 г. по январь 2000 г. Первая группа показателей рассчитана на основе всех возможных инвестиционных периодов заданной величины. Например, для столбца 10 лет мы рассматривали периоды с января 1945 г. по январь 1955 г., с февраля 1945 г. по февраль 1955 г. и т. д. С 1945 г. по 2000 г. таких периодов насчитывается 541. Поскольку они частично перекрывают друг друга, значительная часть данных по десятилетию, заканчивающемуся в феврале 1955 г., используется еще раз для следующего десятилетия, заканчивающегося в феврале 1956 г., и т. д. Специалисты по статистическим методам, наверное, будут возражать против этого. Но никто и не утверждает, что объем выборки составляет 541 наблюдение; не забывайте, что мы рассматриваем лишь историю фондового рынка. Если XXI век окажется совершенно иным, чем XX век, она может вводить в заблуждение. Но если не изучать прошлое, то у нас не будет представления о том, что может готовить будущее.

Таблица 10-2

**Результаты портфеля, состоящего на 75% из акций и на 25% из денежных инструментов, при различных инвестиционных периодах**

Инвестиционный период, годы	1	2	3	5	10	20
Число периодов (со сдвигом в месяц)	650	637	625	601	541	421
Среднегодовая доходность, %	11,8	11,9	11,3	11,1	10,8	10,0
Стандартное отклонение	11,8	8,0	6,1	4,7	3,6	2,3
Число периодов <0	114	39	25	1	0	0
% периодов <0	17,5	6,1	4,0	0,2	0,0	0,0
Максимум, %	46,2	32,8	26,6	24,0	16,6	15,3
Минимум, %	-27,9	-14,0	-5,8	-1,2	2,0	6,3
<b>Инвестиционный период, годы</b>	<b>Те же периоды (1965 г. — январь 2000 г.)</b>					
Число периодов (со сдвигом в месяц)	421	421	421	421	421	421
Среднегодовая доходность, %	11,6	11,8	11,1	10,6	10,1	10,0
Стандартное отклонение	11,7	8,0	6,2	5,0	3,7	2,3
Число периодов <0	72	28	17	1	0	0
% периодов <0	17,1	6,7	4,0	0,2	0,0	0,0
Максимум, %	46,2	28,8	26,6	24,0	16,3	15,3
Минимум, %	-27,9%	-14,0	-5,8	-1,2	2,0	6,3

Есть и вторая статистическая уловка, о которой стоит упомянуть. У нас получается, что количество однолетних периодов гораздо больше, чем количество 10-летних периодов, поскольку нет 10-летних периодов, которые заканчивались бы до 1955 г. (Не забывайте, что данные начинаются с 1945 г.)

Вторая группа данных в нижней части таблицы охватывает только те годы, где имеются 20-летние инвестиционные периоды (1965 г. и дальше), чтобы все показатели были основаны на одинаковом интервале времени и одинаковом объеме выборки.

Итак, давайте посмотрим, что дает нам увеличение инвестиционного периода. В процессе обсуждения будем опираться на нижнюю часть таблицы. Все доходности рассчитаны как среднегодовые, независимо от инвестиционного периода, что облегчает сравнение результатов. Однолетний период в среднем приносил 11,6% годовых; максимум за все время составил 46,2%, а минимум — -27,9%. Из 421 периода в выборке 72, или 17,1%, принесли отрицательную доходность. Если посмотреть на две последние строки в таблице, можно увидеть, что с увеличением инвестиционного периода происходит сглаживание крайних результатов: максимальные доходности уменьшаются, а минимальные становятся не столь пугающими. Худший результат для 10-летних периодов — 2%. Хотя это немного, такой результат определенно лучше, чем -27,9%, о которых мы говорили выше. Для 20-летнего инвестиционного периода худший результат выглядит еще оптимистичнее: 6,3%.

Склонные к статистике и анализу читатели могут посмотреть на строку под названием «стандартное отклонение» и обнаружить то же самое. Если взять стандартное отклонение и сначала прибавить его к среднегодовой доходности, а затем вычесть из нее, то примерно две трети всех инвестиционных периодов будут по доходности укладываться в интервал между этими двумя результатами. Например, при инвестиционном периоде 1 год две трети всех годовых доходностей попадают в коридор между 23,3% (11,6 + 11,7) и -0,1% (11,6 - 11,7); для 20-летних периодов коридор гораздо уже — от 12,3% до 7,7%.

Думаю, вы обратили внимание на небольшое снижение среднегодовой доходности по мере перемещения по таблице вправо. Дело в том, что доходность для каждого периода рассчитывается как кумулятивная величина. Как известно, сложный процент способен творить чудеса. Это значит, что 5% при ежедневном начислении в итоге дают гораздо больше, чем 5% как простая годовая процентная ставка. В результате если взять рост стоимости вложений с \$100 до \$200 за 12 лет, то при расчете сложного процента показатель будет ниже, чем простая годовая процентная ставка. В то же время более длительные инвестиционные периоды сглаживают экстремальные значения и, как правило, немного повышают среднюю доходность. Обратите внимание, что доходность вырастает при переходе от однолетнего периода к двухлетнему, но падает при переходе от двухлетнего периода к трехлетнему.

И, наконец, последнее замечание по поводу фактора времени: во всех вышеприведенных примерах мы исходили из того, что инвестор фиксирует портфель, т. е. не меняет его состав на протяжении всего инвестиционного периода. Все, что для этого нужно, — верить и не паниковать. Инвесторы, которые поддались панике во время обвала 1987 г., впоследствии пожалели об этом. Те же, кто по какой-то причине не слышал об этом обвале, в итоге заработали гораздо больше.

### **Кредитное плечо как способ повышения риска**

До сих пор мы говорили только о снижении рисков, теперь настало время подумать о том, как их повысить. Как ни странно это выглядит, давайте рассмотрим и такой вариант, памятуя, что кто не рискует, тот не выигрывает. Тем более что это всего лишь обратный подход к комбинированию акций и денежных инструментов. Идея проста — занять деньги и купить больше акций. Если рынок вырастет, выигрыш будет больше. Но если рынок упадет, потери тоже будут больше. Оставим в стороне вопрос, почему люди так поступают, но заметим, что это делают многие. На самом деле заимствование денег для покупки акций — покупки на марже — распространенная практика среди индивидуальных и институциональных инвесторов.

Таблица 10-3 показывает выгоды и риски, связанные с использованием кредитного плеча. В колонке «Нет плеча» приведены результаты инвестирования \$1000 при росте и падении рынка на 20%. Как и следует ожидать, 20-процентный подъем рынка приносит доходность 20%, а 20-процентное падение рынка приводит к потерям в 20%. Теперь предположим, что вы заимствуете \$500 и добавляете \$500 из собственных средств. Вот что произойдет в этом случае: в хорошие времена вы заработаете 40%, а не 20%, но в плохие времена потеряете тоже 40%, а не 20%. Проще говоря, когда вы вкладываете половину собственных средств и половину заемных, ваши риски удваиваются. Кроме того, в этом простом примере не учтены проценты по кредиту.

Если это кажется магией (или черной магией, когда рынок падает), давайте еще раз внимательно посмотрим на таблицу 10-3. При отсутствии кредитного плеча \$1000 на растущем рынке приносят валовой доход \$1200 или прирост 20%. (Вычтите из валового дохода вложенные \$1000, и вы получите чистый доход на собственные средства в размере \$200, а \$200 от \$1000 составляют 20%.) Если же рынок падает, от вложенных \$1000 остается всего \$800, и после вычета исходных вложений в размере \$1000 мы получаем убыток \$200, или доходность -20%.

Теперь посмотрим на колонку «С плечом». Инвестор вносит \$500 из собственных средств и занимает еще \$500, чтобы в сумме вложить \$1000. Если рынок идет вверх, стоимость инвестиции вырастает до \$1200. После вычета заимствованных \$500 и \$500 собственных инвестор остается с чистым доходом \$200. Чтобы определить доходность собственных средств, нужно раз-

делить \$200 на \$500, которые принадлежат самому инвестору. В результате мы получаем доходность 40%. Если же рынок падает, стоимость инвестиции снижается до \$800; после вычета заимствованных \$500 и \$500 собственных инвестор остается с убытком \$200, который ему придется покрывать из своего кармана — из своих \$500. Соответственно, в этом случае доходность собственных средств составит –40%. Но ситуация бывает и еще хуже. При более сильном падении рынка может случиться так, что наш незадачливый инвестор будет вынужден вносить дополнительные деньги, чтобы расплатиться по кредиту. (Представьте себе таблицу с 60-процентным снижением рынка, когда у инвестора остается всего \$400 при долге по кредиту в \$500.) На растущем рынке кредитное плечо — волшебная палочка, на падающем рынке — источник кошмара.

Таблица 10-3

#### Пример использования кредитного плеча

	Нет плеча	С плечом
Собственные средства	\$1000	\$500
Заемные средства	0	\$500
Всего инвестировано	\$1000	\$1000
<b>Результаты при росте рынка на 20%</b>		
Валовой доход	\$1200	\$1200
Возврат заемных средств	0	\$500
Собственные средства	\$1000	\$500
Чистый доход	\$200	\$200
Доходность собственных средств	20%	40%
<b>Результаты при падении рынка на 20%</b>		
Валовой доход	\$800	\$800
Возврат заемных средств	0	\$500
Собственные средства	\$1000	\$500
Чистый доход	–\$200	–\$200
Доходность собственных средств	–20%	–40%

Существуют и другие способы повышения и снижения рисков. Но мы займемся ими чуть позже, после того как рассмотрим некоторые реальные инвестиционные инструменты, такие как взаимные фонды и биржевые индексные фонды.



## Глава 11



# Инструменты для инвесторов

**П**ерейдем от теорий и рассуждений к практике инвестирования. Мы узнали, что такое фондовые индексы и как управлять инвестиционными рисками. Мы увидели, что происходило с одним из фондовых индексов, S&P 500, на протяжении последних рыночных циклов. Теперь настало время применить полученные знания и начать зарабатывать. Для начала рассмотрим два вида инструментов — взаимные фонды и биржевые индексные фонды (ETF).

### Взаимные фонды

Теоретически можно купить все 500 акций, входящие в состав S&P 500, в том же соотношении, что и в индексе, и держать их. Если у вас достаточно денег, чтобы покрыть торговые издержки и составить значительный портфель, то этот подход будет прекрасно работать. Но есть более простые способы инвестировать в фондовые индексы. В этом разделе мы рассмотрим два самых распространенных из них: взаимные фонды и ETF. Начнем со S&P 500, а в следующей главе подробно остановимся на других популярных индексах и способах деления рынка.

Взаимные фонды существуют с 1920-х гг., и на протяжении последних 50 лет их популярность лишь росла. Первоначально за созданием взаимных фондов стояла идея обеспечить индивидуальным инвесторам доступ к профессиональному управлению активами. Во взаимном фонде индивидуальный инвестор приобретает долю в портфеле акций, которым управляет команда профессионалов. Предполагается, что такая команда имеет доступ к обширной информации о рынке, пользуется услугами квалифицированных аналитиков и аккумулирует достаточные объемы активов, чтобы торговать с ми-

нимальной комиссией. На практике в фондах, инвестирующих в акции, операционные издержки составляют 1–2% в год. Другими словами, каждый год 1–2% ваших средств уходят на оплату услуг менеджеров фонда и прочих расходов. Если год оказывается удачным и фонд зарабатывает рекордные 40%, плата в 2% за прирост в 40% кажется не слишком большой. Но когда рынок падает и фонд теряет 10%, вы все равно платите эти 2% за управление активами. Фонды с профессиональными менеджерами называются *активно управляемыми фондами* (сторонники индексных фондов могут рассматривать это как намек на то, что эти менеджеры действительно что-то делают).

Иногда активные менеджеры показывают превосходные результаты, а иногда нет. Как отмечалось в части I, в большинстве отчетных периодов две трети активно управляемых фондов уступают в доходности индексу S&P 500. В середине 1970-х гг. Vanguard Group представила новый продукт — индексный фонд. В то время индексирование было относительно новой концепцией, хотя уже и применялось пенсионными фондами некоторое время. Первым индексным фондом, доступным для индивидуальных инвесторов, стал Vanguard 500 Index Trust, привязанный к индексу S&P 500.

В индексном взаимном фонде нет активных менеджеров, которые занимаются оценкой и отбором акций. Разумеется, там есть управляющие, но у них совершенно иная задача. Их задача — следовать за индексом. Самый простой способ сделать это — купить все 500 акций, входящих в S&P 500, в том же соотношении и обновлять портфель по мере изменения индекса. Поскольку менеджер фонда не занимается выбором акций, индексные фонды часто называют *пассивно управляемыми фондами*. Если не брать в расчет расходы, связанные с покупкой и владением акциями, доходность такого фонда должна точно соответствовать доходности базового индекса. Уровень расходов у индексных фондов, как правило, намного ниже, чем у активно управляемых фондов, и колеблется между 0,2% и 1%. Наряду с более низким вознаграждением за управление активами у менеджеров фондов есть возможность снизить издержки, связанные с торговлей и владением акциями, а также другие затраты (например, на ведение бухгалтерии, составление и рассылку отчетности акционерам). Одна из самых выгодных возможностей — кредитование ценными бумагами<sup>19</sup>.

Наиболее популярным индексом, используемым индексными взаимными фондами, на сегодняшний день является S&P 500 — к нему привязано более половины всех активов этих фондов<sup>20</sup>. Не все индексные фонды держат полный пакет из 500 акций, входящих в индекс, встречаются и такие, которые являются «фактически индексными», т. е. довольно близко следуют за индексом, но не называют себя индексными фондами. Хотя многие крупные индексные фонды предпочитают держать все представленные в индексе акции в «правильном» соотношении, существуют и другие подходы к индексированию. Некоторые фонды считают более эффективным покупку 200 или 300 акций и использование математических моделей для определения того, какие именно акции и в каких пропорциях позволят воспроизвести результаты



всего индекса. Это не так трудно, как кажется, так как индекс взвешен по рыночной капитализации и относительно небольшое число крупных компаний может представлять значительную часть индекса и оказывать решающее влияние на его динамику. В начале 2000 г. такая концентрация была особенно сильной: около 50% рыночной стоимости S&P 500 приходилось на 35 крупнейших компаний. (Это крайний случай. Обычно половина стоимости индекса приходится на 50 компаний.) Таблица 11-1 показывает, какую часть от суммарной капитализации S&P 500 составляют 25, 35, 50, 75, 100, 200 и 300 крупнейших компаний.

Таблица 11-1

**Доля крупнейших компаний в суммарной рыночной капитализации  
S&P 500 (на 29 февраля 2000 г.)**

Первые 5 компаний	17,3%
25	43,5%
35	52,1%
50	60,5%
75	70,2%
100	76,4%
200	89,4%
300	95,5%

Некоторые индексные фонды используют более сложные методы отбора акций из индекса, а не просто берут 100 или 200 ведущих компаний. Они разрабатывают количественные модели, позволяющие свести к минимуму риск того, что ошибка слежения, т. е. разница между доходностью фонда и доходностью, которую приносят эти активы в реальном S&P 500, будет слишком большой. Для большинства инвесторов не имеет значения, держит ли фонд все акции индекса или пытается повторить его результаты за счет некоторых из них.

У взаимных фондов есть свои преимущества и свои особенности, о которых должны знать инвесторы. Некоторые фонды продаются непосредственно управляющими компаниями, которые работают с широкой публикой через бесплатные телефонные номера, сайты в Интернете и почту. Другие фонды продают свои паи через биржевых брокеров, финансовых консультантов и других профессиональных инвесторов. При выборе фонда следует иметь в виду, что иногда с инвесторов взимается комиссия за продажу или *нагрузка*. Это вознаграждение, которое идет посреднику или управляющей компании. Если вы покупаете активно управляемый фонд, чтобы попасть к конкретному менеджеру, то нагрузка имеет смысл. Но если вы покупаете индексный фонд, вряд ли стоит платить такое вознаграждение, и обычно можно найти другой индексный фонд на базе того же индекса, который продается без нагрузки.

Еще одна разновидность платы, которая взимается некоторыми фондами, называется комиссией 12b-1. Она используется для покрытия затрат на мар-

кетинг и является частью операционных расходов фонда. Комиссия 12b-1 получает все большее распространение, и сегодня ее можно встретить не только в активно управляемых, но и в некоторых индексных фондах.

Налоги — еще одна неприятная неизбежность в жизни инвестора. Инвестиции во взаимные фонды подлежат налогообложению кроме тех случаев, когда они осуществляются с использованием безналоговых счетов, например пенсионных планов 401(k) или индивидуальных пенсионных счетов (IRA). Инвесторы взаимных фондов платят налог на прирост стоимости пая, который взимается при продаже. Кроме того, они ежегодно платят налог на прирост капитала и полученные дивиденды. Предположим, у вас есть выбор между двумя взаимными фондами, и вы уверены, что в следующем году оба могут принести совокупную доходность 20% до уплаты налогов. Один из них традиционный взаимный фонд, где менеджер занимается активным отбором бумаг в поисках максимальной доходности. Менеджер такого фонда ежегодно продает примерно половину всех имеющихся в портфеле акций и покупает столько же новых. Если стоимость акций на момент продажи выросла, вы платите налог на прирост капитала. (Если их стоимость упала, значит вы выбрали неправильный фонд!) В индексном фонде оборот акций гораздо ниже, поскольку менеджер продает акции только тогда, когда те выводятся из состава базового индекса. Индексный фонд меньше продает, реже реализует прирост капитала, и инвестор платит меньше налогов.

Наконец, еще один немаловажный для взаимных фондов аспект — удобство. Хотя оно не является гарантией хороших результатов, на него все же стоит обратить внимание при выборе взаимного фонда. Если вы сталкиваетесь с серьезными трудностями при попытке получить информацию о предположительно успешном фонде, не пытайтесь вложить в него деньги любыми путями — лучше поищите фонд, с которым проще иметь дело, и вложите деньги в него. Как часто показывают маркетинговые исследования управляющих компаний, хорошее обслуживание для многих инвесторов играет не меньшую роль, чем высокая доходность. В любом случае, при выборе взаимного фонда стоит потратить немного времени, чтобы проверить, насколько легко сделать дополнительные вложения, получить информацию о налогах или забрать обратно свои деньги. Большинство, если не все крупные управляющие компании и супермаркеты фондов, принадлежащие дисконтным брокерским фирмам, предлагают индексные фонды. Практически во всех крупных известных компаниях вам предложат целый спектр индексных и активно управляемых фондов.

И последнее, что вы должны знать: покупка и продажа взаимных фондов осуществляется по цене закрытия. Обычно это обстоятельство ничего не меняет, но иногда имеет значение. Например, вы не сможете продать взаимный фонд в 10.30, если по вашим прогнозам в течение дня рынок обрушится. Единственное, что вы можете сделать, — подать заявку на продажу, которая будет исполнена по цене закрытия этого дня. В 10.30 вы даже не сможете получить котировку фонда — доступна только его стоимость на

конец предыдущего дня. В прошлом, когда все полагались на почту, которая работала так быстро, как могла, когда не было электронной связи и онлайн-новых котировок, никого не беспокоило то обстоятельство, что цены определяются только в конце торгового дня. В сегодняшнем динамичном мире многие инвесторы хотят знать, сколько стоят их вложения в фонды в текущий момент. Это привело к появлению фондов, которые мы рассмотрим ниже.

## **Биржевые индексные фонды**

Биржевые индексные фонды (ETF) входят в число самых успешных инвестиционных продуктов 1990-х гг., да и следующего столетия тоже. По сути, ETF — это взаимные фонды, которые торгуются на фондовых биржах. Цены котируются непрерывно, поэтому купить или продать фонд можно в любой момент торгового дня. Можно даже вести внутридневную торговлю, хотя автор этой книги не советует этого делать. ETF появились в 1993 г. одновременно с введением депозитарных расписок Standard & Poor's, или SPDR, которые торгуются на Американской фондовой бирже.

ETF торгуются точно так же, как акции. У них есть биржевые символы, и торговля ведется через брокеров. Существует множество ETF на базе разных индексов. Более того, сегодня предложение быстро расширяется с ростом конкуренции между поставщиками индексов и управляющими компаниями. Среди управляющих компаний двумя наиболее крупными являются Barclay's Global Investors (BGI) и State Street Global Advisors. Ожидается, что эти организации в ближайшее время выведут на рынок широкий спектр новых ETF. Ведущие поставщики индексов также повышают активность в этой сфере. Среди последних можно назвать агентство Standard & Poor's, участвовавшее в создании первого биржевого индексного фонда SPDR, и компанию MSCI, которая предлагает серию фондов на базе страновых индексов. Обе эти компании и другие поставщики индексов активно выходят на другие ведущие мировые рынки помимо рынка США.

Некоторые крупные инвестиционные банки сегодня также предлагают ETF на основе узкоспециализированных индексов, созданных специально под эти фонды. В качестве примера можно привести фонд Merrill Lynch, получивший название HOLDR (Holding Company Depository Receipts — депозитарные расписки холдинговой компании). Это не индексы в строгом смысле, а, скорее, специально скомпонованные портфели, и поскольку они созданы недавно, инвесторы не могут получить какую-либо информацию об их прошлых результатах.

За ETF стоит механизм, благодаря которому они торгуются близко, очень близко к стоимости их базового индекса. Существует кастодиан, который хранит акции, лежащие в основе паев ETF. На бирже, где торгуется ETF, есть уполномоченный специалист, задача которого — содействовать торговле ETF. Если происходит крупная покупка фонда, специалист докупает акции и

передает их кастодиану. На их основе кастодиан создает новые паи ETF. Если происходит крупная продажа фонда, специалист выкупает акции у кастодиана и продает их, чтобы за счет полученных средств оплатить проданные ему паи ETF. Этот внешне сложный процесс непрерывно осуществляется на заднем плане, обеспечивая соответствие цены ETF цене базового индекса. Обратите внимание, что некоторые ETF напрямую привязаны к цене индекса. Так, цена SPDR равняется приблизительно одной десятой текущей стоимости S&P 500, поэтому если индекс торгуется на отметке 1400 пунктов, то SPDR торгуется по \$140.

Хотя ETF во многом похожи на взаимные фонды, между ними есть существенные различия. Прежде всего, паи ETF торгуются на бирже в течение всего торгового дня по постоянно меняющимся ценам, а не только в конце дня по цене закрытия. ETF выплачивают дивиденды — хотя и довольно скромные, учитывая низкую дивидендную доходность, характерную сегодня для большинства индексов. Как правило, суммы распределяемых доходов от прироста капитала и налогов на прирост капитала невелики, поскольку в процессе создания и выкупа паев ETF может изымать из обращения паи с большими налоговыми обязательствами и таким образом ограничивать общую налогооблагаемую базу. Это означает, что налоговый режим для инвесторов ETF близок налоговому режиму обычных инвесторов, которые держат акции, получают дивиденды в денежной форме и платят налог на прирост капитала при продаже акций и ежегодный налог на дивидендный доход.

Как и традиционные взаимные фонды, ETF имеют операционные издержки. В большинстве случаев их уровень сравним с уровнем издержек индексных фондов и гораздо ниже, чем в активно управляемых фондах. Тем не менее, если вас волнует вопрос расходов, обязательно прочитайте надпись мелким шрифтом в проспекте ETF — точно так же, как сделали бы это с любым взаимным фондом. Уровень расходов у ETF, которые держат иностранные акции или специализируются на конкретной отрасли или секторе, может быть выше, чем у ETF с широкой базой, например привязанных к S&P 500 или любому другому популярному фондовому индексу. Что касается удобства, то, поскольку ETF торгуются как акции, уровень обслуживания зависит от брокера. Как правило, он предлагает вам большую часть из тех услуг, что предоставляются взаимными фондами.

В начале 2000 г. ETF были исключительно индексными. В данный момент на рынке нет ETF с активным управлением, поскольку первоначально считалось, что ETF интересны только для индексных инвесторов. Однако бурный рост популярности этих новых инвестиционных продуктов наводит на мысль о том, что раньше или позже появятся активно управляемые ETF. В качестве базы ETF уже используется широкий спектр индексов и подобных индексам инструментов. Первым примечательным шагом в этом направлении стали фонды иностранных акций, привязанные к индексам Morgan Stanley Capital International (MSCI). Появились и новые оригинальные названия. Поскольку фонды MSCI последовали за SPDR («пауками»), для них было выбрано на-

звание WEB — «паутина» (на деле аббревиатура расшифровывается как World Equity Baskets — мировые корзины акций). Недавно названия снова оказались в центре внимания, когда фирма Barclay's Global Investors расширила свое предложение фондов и переименовала их в iShares MSCI Series. Более старые ETF сохранили в своих названиях аббревиатуру SPDR. Это MidCap SPDRs на базе индекса S&P MidCap 400, еще одного индекса Standard & Poor's, а также серия секторных биржевых фондов Select Sector SPDRs на основе секторов S&P 500.

Компания Dow Jones разрешила использовать свой индекс Dow Industrials в качестве основы для ETF под названием Diamonds («бриллианты»), чем продолжила традицию громких названий. Однако творчество в сфере названий фондов меркнет на фоне изобретательности в области новых финансовых продуктов. Так, в течение 2000 г. BGI планирует вывести на рынок целую серию ETF под общим названием iShares. В результате быстрого развития этой сферы сегодняшним индексным инвесторам и трейдерам есть из чего выбрать помимо S&P 500. Но прежде чем перейти к рассмотрению всего разнообразия предложений, познакомимся еще с двумя инвестиционными инструментами.

## **Переменные аннуитеты и паевые инвестиционные трасты**

Переменные аннуитеты и паевые инвестиционные трасты иногда могут использоваться для индексного инвестирования. Переменные аннуитеты представляют собой инвестиционные программы, структурированные на основе страховых полисов. Благодаря специальному налоговому режиму для программ страхования, люди, инвестирующие в переменные аннуитеты, получают определенные льготы по уплате федерального подоходного налога. Такая привилегия не достается даром. Переменные аннуитеты требуют долгосрочного участия и обычно предусматривают штрафы за преждевременное изъятие средств. Более того, по некоторым переменным аннуитетам взимается высокая комиссия, которая должна покрыть страховой элемент и стандартное вознаграждение за управление активами. Учитывая долгосрочность вложений и жесткость требований к уровню издержек, индексные фонды с их низкими затратами и хорошей долгосрочной доходностью являются очень привлекательными инструментами для программ переменных аннуитетов.

Паевые инвестиционные трасты во многом похожи на взаимные фонды с той лишь разницей, что их портфель ценных бумаг формируется в начале программы и больше не пересматривается за исключением чрезвычайных ситуаций. Традиционно такая форма организации использовалась для фондов муниципальных облигаций, которые создавались с тем, чтобы дать мелким и средним инвесторам возможность купить диверсифицированный портфель облигаций. В последнее десятилетие фокус переместился на акции,

при этом портфель акций формируется на основе конкретного инвестиционного подхода или стратегии. Индексных трастов очень мало. Хотя индексы почти не меняются по сравнению с активно управляемыми портфелями, они все же время от времени обновляются. По этой и ряду других причин паевые инвестиционные трасты менее эффективны, чем обычные взаимные фонды или ETF.

## Глава 12



# За пределами S&P 500

## *Инвестиционные стили и рыночные сегменты*

**Д**о настоящего момента мы обсуждали аспекты инвестирования в рынок с использованием S&P 500 и других индексов с широкой базой. Есть две веские причины, по которым стоит идти этим путем: чаще всего стратегия игры в масштабах всего рынка позволяет переиграть остальные стратегии, причем с меньшими рисками и меньшими издержками. Тем не менее в силу различных причин инвесторы часто хотят сосредоточиться на конкретных сегментах рынка. Один из способов это сделать — прибегнуть к выбору акций. Но, вставая на этот путь, вы отказываетесь от преимуществ снижения риска, которые обеспечивает диверсификация, даже если делаете ставку не на одну компанию, а на целую отрасль или сектор. Поэтому если вы твердо верите в будущее технологического сектора (популярная в последние годы идея) или считаете, что некая отрасль в ближайшие годы непременно станет горячей, лучший способ инвестировать в них — все через те же индексы. Если поискать, скорее всего найдутся фондовые индексы и связанные с ними инвестиционные инструменты, охватывающие интересующую вас отрасль или сектор. Одно из последних новшеств Уолл-стрит — специализированные ETF, привязанные к индексам отдельных отраслей и секторов. Другой подход к построению инвестиционной стратегии — сделать ставку на акции небольших компаний, акции роста, иностранные акции и т. д. В этой главе мы рассмотрим фондовые индексы, отражающие различные сегменты рынка, и инвестиционные инструменты на основе этих индексов. Мы начнем с широкого рынка, затем перейдем к секторам и закончим отдельными отраслями.

## Рыночная капитализация

Время от времени на Уолл-стрит возвращается мода на акции компаний малой капитализации. Рыночная капитализация — это размер компании, измеряемый как суммарная стоимость всех ее акций в обращении. Чтобы рассчитать рыночную капитализацию компании, нужно умножить число ее акций на их текущую цену. Бытует мнение, что компании малой капитализации часто приносят более высокие результаты, чем компании высокой капитализации.

По-видимому, есть некая романтика и притягательная сила в инвестировании в молодые растущие компании, которые уже не умещаются в гараже, но еще не превратились в гигантов американской экономики. Кому бы не хотелось купить Microsoft в момент IPO и вырасти вместе с ней? С компаниями малой капитализации связаны два спорных вопроса. Во-первых, действительно ли существует «эффект малых компаний» или мы просто имеем дело с жонглированием данными. С одной стороны, говорят, что львиная доля успеха компаний малой капитализации пришлась на конец 1970-х гг. и что за исключением этих лет других периодов высокого роста не было<sup>21</sup>. С другой стороны, многочисленные исследования с использованием данных, собранных Роджером Ибботсоном и Рексом Синкефелдом<sup>22</sup> и фирмой Dimensional Fund Advisors<sup>23</sup>, специализирующейся на индексном инвестировании, свидетельствуют об обратном. Во-вторых, компенсирует ли высокий рост компаний малой капитализации повышенные риски, связанные с ними<sup>24</sup>.

Риски — вот где нужно искать ответы. Исследования Standard & Poor's показывают, что «эффект малых компаний» реально существует, но встречается относительно редко. Если вы — активный инвестор, готовый идти на более высокие риски в обмен на возможность получить дополнительную доходность, то вполне можете держать часть средств в акциях компаний малой капитализации. Но если вы относитесь к разряду осторожных инвесторов или считаете, что деньгам можно найти лучшее применение, тогда акции малых компаний — не ваш вариант. Одно можно сказать наверняка: когда акции компаний малой капитализации переигрывают рынок, они часто делают это с большим отрывом.

Индексы и индексные фонды идеально подходят для инвестирования в акции компаний малой капитализации. Диверсификация портфеля в этом случае играет еще более важную роль, чем при инвестировании в широкий рынок, поскольку акции малых фирм зачастую более волатильны и более рискованны, чем их большие собратья.

Самый популярный индекс компаний малой капитализации — Russell 2000, который рассчитывается фирмой Frank Russell & Co, занимающейся консультированием в сфере пенсионного обеспечения. Этот индекс разработан как ориентир для менеджеров фондов и входит в состав целой серии индексов. Основным индексом этой серии является Russell 3000, включающий



3000 акций крупнейших компаний, торгующихся на американском фондовом рынке. Компании с 1 по 1000 из расчетной базы индекса образуют индекс компаний высокой капитализации Russell 1000, а компании с 1001 по 3000 составляют индекс Russell 2000. Акции американских компаний включаются в этот индекс независимо от их ликвидности, объема торговли или других показателей. Индекс пересматривается раз в год 30 июня с учетом рыночной ситуации на 31 мая, т. е. месяцем раньше. В результате пересмотра индекс обычно значительно изменяется.

Russell 2000 не единственный индекс компаний малой капитализации. Не менее известен индекс S&P SmallCap 600, рассчитываемый агентством Standard & Poor's. Он довольно существенно отличается от Russell 2000. Во-первых, в него входят всего 600 акций, не 2000. Во-вторых, управление им осуществляется по другому принципу. В отличие от Russell 2000, который механически перелопачивается раз в год, индексом S&P SmallCap 600 управляет комитет Standard & Poor's<sup>25</sup>. Комитет наблюдает за индексом и определяет, какие акции следует добавить или удалить из него. Акции отбираются с учетом ликвидности, финансовой устойчивости и т. п. с тем, чтобы индекс реально отражал весь рынок. В обычный год S&P SmallCap 600 изменяется намного меньше, чем Russell 2000. Кроме того, изменения в нем происходят в течение всего года, а не однократно. В процессе выбора индекса инвесторы должны сопоставлять конкретные фонды, а не сами индексы. При сопоставлении следует смотреть на риски и доходности в последние годы, а также обращать внимание на значительные изменения в фондах и преимущества, которые эти фонды могут предоставить.

Еще один интересный вариант предлагает компания Dimensional Fund Advisors (DFA). Это один из пуритских подходов к акциям компаний малой капитализации. Небольшой экскурс в историю поможет лучше представить его. В 1976 г. Роджер Ибботсон и Рекс Синкифелд опубликовали фундаментальное исследование результатов инвестирования<sup>26</sup>. Они собрали данные по месячной совокупной доходности акций крупных компаний (из S&P 500), небольших компаний, корпоративных и правительственных облигаций, а также казначейских векселей. Эти данные стали основой для исследований результативности, проводившихся на протяжении последних двух десятилетий, в том числе и исследований зависимости доходности от размера капитализации. DFA была создана Синкифелдом для реализации результатов его исследования. В соответствии с ними DFA относит к категории малых только 20% самых мелких акций, которые ранжируются по капитализации. Поскольку во многих исследовательских работах рынок делят на десятые доли, или децили, которые нумеруются с 1 (самые крупные компании) до 10 (самые мелкие компании), фонд, работающий с 20% акций в нижней части, называется Dimensional Fund Advisors U.S. 9–10 Small Company Fund.

Фонд DFA нередко работает с более мелкими акциями, чем те, которые входят в Russell 2000 или в S&P SmallCap 600. Поскольку такие акции

обычно относятся к категории вяло торгуемых бумаг, покупка значительного пакета может подтолкнуть их цену вверх. В этом сегменте рынка мастерство трейдеров, покупающих акции, приобретает критическое значение. Хорошие результаты, которые показывает в последнее время фонд DFA, можно объяснить не только продуманной стратегией, но и мастерством его трейдеров.

Кроме индексов и фондов акций компаний малой капитализации есть также индексы и фонды, которые фокусируются на компаниях средней капитализации, находящихся посередине между малыми компаниями и крупными голубыми фишками. Первый индекс для компаний средней капитализации был представлен агентством Standard & Poor's в 1991 г. Эта инициатива, целью которой был выход за пределы S&P 500, повлекла за собой создание нового класса активов. В последние 10 лет этот сегмент рынка привлек внимание инвесторов и, как следствие, поставщиков индексов. Сегодня и Russell, и Wilshire, две компании, когда-то начинавшие как пенсионные консультанты и впоследствии занявшиеся управлением активами, публикуют свои индексы акций компаний средней капитализации. В некотором смысле индекс S&P MidCap 400 приобрел последователей. Когда Индексный комитет Standard & Poor's объявляет о включении компании в индекс, ее акции обычно взлетают в цене точно так же, как акции, которые включаются в S&P 500. На протяжении последних нескольких лет эффект индекса MidCap 400 был таким же, если не более сильным, как и эффект популярного S&P 500.

Ключевой вопрос заключается в том, как узнать, когда следует сделать ставку на малые компании, средние компании или крупные голубые фишки. На него нет простого ответа, хотя недостатка в прогнозах не ощущается. Судя по всему, существуют устойчивые периоды от нескольких месяцев до нескольких лет, когда компании с той или иной капитализацией лидируют с точки зрения инвестиционной доходности. Один или два месяца высокой доходности подряд недостаточны для того, чтобы делать вывод о перспективах какого-либо сегмента и какой-либо инвестиционной стратегии. Но если вы видите, что акции компаний определенного размера уверенно доминируют на рынке на протяжении шести-девяти месяцев, очень вероятно, что эта тенденция продолжится еще какое-то время. При выборе акций и секторов рынка опытные инвесторы и инвестиционные менеджеры обязательно принимают в расчет капитализацию. Однако они крайне редко делают ставки по принципу «все или ничего». Если в последнее время акции малых компаний показывали хорошие результаты и если условия в экономике и на фондовом рынке не изменились, опытный инвестор, скорее всего, решит, что акции малых компаний и далее будут опережать акции компаний средней и высокой капитализации. Но он не откажется полностью от последних. Например, если на малые компании приходится 7% его портфеля акций, инвестор может увеличить их долю до 10–15%.

## Рост или стоимость

Названия двух следующих инвестиционных стратегий или стилей могут вводить в заблуждение — это инвестирование в рост и инвестирование в стоимость. Никто не хочет покупать акции, которые не будут расти, и никто не хочет покупать акции, которые ничего не стоят, — так почему же кто-то должен избегать роста или стоимости? Краткий обзор некоторых акций и их динамики поможет прояснить эти термины.

Популярные или горячие акции обычно растут в цене по мере того, как их покупает все больше инвесторов. Вместе с ростом цены начинают расти и такие показатели, как отношение цены к прибыли на акцию и цены к балансовой стоимости. (Балансовая стоимость отражается в отчетности компании, подтверждаемой аудиторами, и показывает, сколько было уплачено за актив в момент его приобретения.) Такие горячие акции обычно называются *акциями роста*. Предполагается, что инвесторы покупают их в расчете на то, что быстрый рост прибылей оправдывает высокий коэффициент «цена/прибыль». Чтобы определить, в каком случае высокий коэффициент «цена/прибыль» обоснован, а в каком лишь свидетельствует о завышенной цене акций, обычно сопоставляют коэффициент «цена/прибыль» с ожидаемыми темпами роста прибылей на акцию. Для этого нужно разделить коэффициент «цена/прибыль» на прогнозируемый годовой темп роста прибыли и получить еще один важный коэффициент — *цена / рост прибыли* (PEG ratio). Низкий коэффициент «цена / рост прибыли» (говорящий о высоких темпах роста прибыли относительно коэффициента «цена/прибыль») — хороший знак. Иногда акции роста являются самыми горячими акциями на рынке.

В другие времена инвесторы отдают предпочтение акциям стоимости. *Акции стоимости* характеризуются низкими коэффициентами «цена/прибыль» и «цена / балансовая стоимость». Если в случае акций роста цена росла и продолжает расти за счет спроса, то в случае акций стоимости цена падает из-за плохих новостей и неоправдавшихся ожиданий. Инвесторы покупают такие акции, поскольку считают их дешевыми и надеются, что рынок в конце концов признает их скрытую справедливую стоимость и цена вырастет. Какими бы неправдоподобными ни казались такие ожидания, стратегии роста и стоимости могут работать, хотя и не всегда одновременно. Инвесторы, покупающие акции роста, клюют на популярные идеи, которые по их ожиданиям должны и дальше притягивать внимание и деньги. Инвесторы, покупающие акции стоимости, считают, что они умнее остальных и способны отыскать бриллиант в пустой породе.

Инвесторы индексных фондов могут делать ставки либо на акции роста, либо на акции стоимости. Более того, они могут сочетать их со ставкой на рыночную капитализацию. Но прежде чем рассказать, как это делается, посмотрим на ситуацию с индексами. Многие поставщики индексов предлагают индексы роста и индексы стоимости. Иногда эти индексы создаются путем деления основного индекса на две части — на индекс акций роста и индекс

акций стоимости. Именно так поступает Standard & Poor's. Для других индексов, включая индексы Russell, используется более сложный принцип деления, и некоторые акции могут попадать как в категорию роста, так и в категорию стоимости.

Standard & Poor's использует для деления индекса S&P 500 показатель, обратный коэффициенту «цена / балансовая стоимость», — отношение балансовой стоимости акции к ее цене. (Иногда в научной литературе цена называется *рыночной стоимостью*, а отношение «балансовая стоимость / цена» — отношением *балансовая стоимость / рыночная стоимость*.) Причина, по которой берется обратное соотношение, проста: дело в том, что иногда встречаются акции с нулевой балансовой стоимостью, и деление цены акции на нулевую балансовую стоимость ставит компьютеры в тупик. (Попробуйте разделить любое число на ноль при помощи компьютера или калькулятора.) Все акции, входящие в состав S&P 500, располагаются в порядке увеличения отношения «балансовая стоимость / цена». Затем, начиная с любого конца списка, мы начинаем складывать рыночную капитализацию эмитентов, пока не получим половину суммарной капитализации всех входящих в индекс компаний. Та часть, куда входят акции с низким отношением «балансовая стоимость / цена» — или с высоким коэффициентом «цена / балансовая стоимость», — составляет индекс акций роста; другая часть — индекс акций стоимости. Эта идея принадлежит инвестиционной консалтинговой фирме BARRA. В ее основе лежит финансово-экономическое исследование двух известных экономистов Юджина Фама и Кеннета Френча, которые поставили перед собой цель определить при помощи статистических методов, что движет ценами акций. Как установили Фама и Френч, двумя ключевыми факторами являются рыночная капитализация и коэффициент «цена / балансовая стоимость»<sup>27</sup>.

Данные для обеих частей S&P 500, т. е. для S&P 500/BARRA Growth и S&P 500/BARRA Value, рассчитаны до 1975 г. До недавнего времени индекс акций стоимости демонстрировал более высокую доходность, чем индекс акций роста, на протяжении любых продолжительных отрезков времени, включая весь период после 1975 г. Более того, для индекса акций стоимости характерна меньшая волатильность и меньшие риски, чем для индекса акций роста. Многие рассматривают это как возможность получить что-то даром — более высокую доходность при более низких рисках. Когда в расчеты были включены данные второй половины 1990-х гг., акции роста сократили разрыв, но акции стоимости все равно сохраняют лидерство, если брать период после 1975 г. в целом.

Если повнимательнее приглядеться к динамике акций роста и стоимости, можно заметить, что те или другие по очереди лидируют на рынке на протяжении нескольких месяцев. Поэтому одна из стратегий может заключаться в анализе происшедшего на рынке в последнее время и определении, какая категория акций приносила лучшую доходность в последние 6–12 месяцев, и инвестировании в расчете на то, что этот тренд продолжится.

Безрисковых инвестиций не бывает, но если вы внимательно следите за ситуацией на рынке, этот подход может сработать. Существует множество индексных фондов, отслеживающих акции роста и стоимости, в том числе на базе индекса S&P 500, вернее двух его частей.

Кроме того, инвесторы могут объединить в своих портфелях стратегии рост/стоимость и высокая/малая капитализация. Ниже представлена форма, хорошо знакомая каждому, кто изучал отчеты по взаимным фондам от Standard & Poor's или Morningstar, — небольшая таблица три на три, сравнивающая доходности фондов по параметрам рыночная капитализация и рост/стоимость.

	Рост	Смешанные	Стоимость
Высокая капитализация			
Средняя капитализация			
Малая капитализация			

Иногда взаимные фонды классифицируются по девяти категориям из этой таблицы. Однако классификация не является жесткой: активно управляемые фонды могут перемещаться между категориями — ячейками таблицы в зависимости от выбранных стратегий либо вследствие движений рынка. (Например, если большая часть акций в портфеле фонда падает в цене, это может переместить фонд из категории «высокая капитализация» в категорию «средняя капитализация», несмотря на «активное управление»!) Между тем инвесторы индексных фондов тоже имеют возможность выбирать различные инвестиционные стратегии или ячейки в таблице.

К выбору инвестиционной стратегии не следует подходить как в игре в крестики-нолики. Большинство профессионально управляемых пенсионных фондов тратят массу времени и сил на выбор распределения своих средств по этим ячейкам. Более того, пенсионные фонды знают, что инвестиционные менеджеры с отличными результатами в одной части таблицы часто демонстрируют отвратительные результаты в другой ее части. Вот почему важно выбрать не только правильную ячейку, но и правильного менеджера для этой ячейки. Поскольку индексные фонды стабильно переигрывают профессиональных управляющих, заполнить таблицу при помощи индексных фондов — хорошая мысль.

Как инвестору справиться с такой игрой? Прежде всего, нужно собрать информацию о последних тенденциях и изменениях на рынке. Полезные сведения можно найти на сайтах ведущих поставщиков индексов, таких как Standard & Poor's, BARRA, Russell и Wilshire<sup>28</sup>. Можно проанализировать динамику изменения индексов за последний месяц, несколько месяцев, кварталов и даже лет. Возможно, вам удастся выявить какие-либо тренды и закономерности и выбрать среди них такой, который устойчиво развивается на протяжении последних месяцев и, скорее всего, сохранится, если только не произойдет серьезных потрясений на рынке или в экономике.

Некоторые инвесторы пытаются связать лидерство одной из категорий, акций роста или стоимости с конкретными рыночными или экономическими условиями. Но эти закономерности довольно сложны, и их всегда легче выявить задним числом, нежели спрогнозировать.

## **Секторы экономики**

Еще одна игра, в которую можно играть при помощи индексных фондов, — секторное инвестирование. Популярность этой стратегии в США и в Европе в последнее время растет. *Секторы экономики* представляют собой группы родственных отраслей. Например, мы можем говорить о технологическом секторе, финансовом секторе, секторе производителей потребительских товаров. Задача — распределить все присутствующие на рынке компании по определенному набору секторов, в пределах каждого из которых компании имеют больше общего друг с другом, чем с компаниями из других секторов. Время от времени делаются попытки провести секторную классификацию при помощи компьютеров и сложных статистических методов. Хотя результаты нередко получаются интересными, до сих пор проверку временем прошли лишь те секторные классификации, которые разработаны людьми с опорой на здравый смысл.

Поскольку стоимость акций зависит от будущих прибылей, иногда предлагают группировать компании исходя из того, где они зарабатывают свои прибыли. Хотя в таком подходе есть рациональное зерно, он часто оказывается непрактичным. Прибыли подвержены сильным колебаниям, так что многопрофильная компания, классифицированная по прибылям, может переходить из сектора в сектор каждый год, если не квартал. Кроме того, в своей отчетности многие компании не разбивают прибыль по направлениям деятельности. Поэтому на практике для классификации чаще используются не прибыли, а доходы.

Каждый ведущий поставщик индексов по-своему подходит к определению секторов и распределению по ним компаний, за исключением разве что Standard & Poor's и MSCI, которые в 1999 г. перешли на общую систему классификации для обеих групп индексов. Это значит, что компания попадает в один и тот же сектор во всех индексах S&P и MSCI. Общая система включает в себя 10 секторов, примерно 25 отраслевых групп, 60 отраслей и почти 125 подотраслей. Для пользователей индексов, отслеживающих секторы, это дает определенные преимущества, поскольку устраняет путаницу и облегчает сравнение соответствующих индексов Standard & Poor's и MSCI. Остальные поставщики, Russell, Dow Jones, FTSE-International и другие, пользуются собственными системами секторной и отраслевой классификации. Хотя с некоторыми деталями той или другой системы можно спорить, большинству индивидуальных инвесторов достаточно знать две вещи: какие существуют секторы и как распределяются между ними компании.

В последнее время секторное инвестирование входит в моду. Нетрудно понять, почему. Технологический сектор по-прежнему находится в центре внимания, и порой все, похоже, верят, что технологические акции могут только расти, даже если все остальные падают. Конечно, это не так, но идея концентрации на одном секторе или отрасли имеет определенную привлекательность. Для инвесторов секторные индексы наряду с возможностью концентрации на конкретном секторе предлагают такое важное преимущество, как диверсификация в рамках выбранного сектора или отрасли. Принимая инвестиционное решение, можно сделать ставку на финансовые услуги, технологии, здравоохранение и т. д., а не пытаться выбрать 5–10 потенциальных лидеров из 100 технологических компаний. Инвестирование в секторные индексы освобождает инвестора от необходимости заниматься обременительными исследованиями, позволяя сразу переходить к действиям.

Один из самых простых способов вложить средства в технологические компании — секторный SPDR. Это ETF на базе девяти секторов S&P 500, учредителем которых выступает Merrill Lynch при содействии Standard & Poor's и Американской фондовой биржи (AMEX). (В данном случае нам нужен технологический SPDR, биржевой символ XLK.) Каждый секторный SPDR представляет собой ETF, инвестирующий в определенную часть S&P 500; суммарно все секторные SPDR эквивалентны S&P 500. Конечно, проще купить индексный фонд или SPDR на S&P 500, чем собирать индекс из секторных SPDR. Или, например, если вы хотите увеличить в своем портфеле долю акций технологических компаний по сравнению с индексом, то можно купить SPDR на S&P 500 и отдельно технологический SPDR, чтобы повысить вес технологических акций.

Независимо от планов вам надо знать перспективы интересующих вас секторов. Для некоторых секторов это сделать проще, например сегодня нет недостатка в аналитике и прогнозах в отношении технологических компаний, технологических акций и новой экономики. Однако следует соблюдать осторожность при сравнении компаний различных секторов и убедиться в том, что ваше представление о коммунальном, финансовом или технологическом секторе близко к концепции составителей индексов. В противном случае вы рискуете купить не те акции.

Выбрать хороший сектор гораздо сложнее, чем вложить деньги в индекс, такой как S&P 500, S&P Super Composite 1500 или Wilshire 5000. Выбирая сектор, вы делаете ставку на конкретную часть рынка. В сущности, вы уходите от индексных фондов и индексного инвестирования и делаете шаг в направлении активного управления. Вы берете на себя дополнительный риск — риск ошибки, ошибочного отказа от сектора, который будет расти, в пользу сектора, который будет падать. Тут нет простых путей, поэтому если вы считаете, что выбор фаворитов и ставка на них — не для вас, то можете пропустить раздел, посвященный инвестициям на зарубежных рынках.

Если вам нравится вкладывать деньги в горячие секторы, существует несколько относительно надежных подходов к тому, как это делать. Но, пожалуй, самый лучший подход — использовать комбинацию различных принципов отбора секторов и делать крупные ставки лишь в том случае, когда все виды анализа дают один и тот же результат. С какой бы стороны вы ни смотрели на секторы, проведение объективного анализа требует переработки огромного количества данных, он связан с гораздо большими усилиями, чем определение приемлемого уровня финансового риска и полное или частичное вложение средств в индексный фонд S&P 500. Далее мы вкратце рассмотрим некоторые подходы к секторному инвестированию.

### **Избыточный или недостаточный вес сектора в портфеле относительно рынка**

Когда инвестиционные менеджеры решают сделать ставку на технологический сектор и уменьшить вес коммунального, они редко вкладывают все деньги в технологические акции и ни цента — в акции коммунальных компаний. Чаще всего они смотрят на S&P 500 (или другой индикатор широкого рынка) и немного увеличивают вес технологического сектора в портфеле по сравнению с его весом в S&P 500 за счет небольшого уменьшения веса менее перспективного сектора. Веса секторов, определяемые долей средств, инвестированной в каждый из них, сопоставляются с взвешенным по рыночной капитализации индексом. На самом деле менеджер немного хеджируется, чтобы в случае неожиданного роста акций коммунальных компаний он не оказался без них. Такой подход может показаться чрезмерно осторожным, но эффективность большинства инвестиционных менеджеров оценивается относительно индексов и индексных фондов, и они не хотят слишком сильно отрываться от индекса. Конечно, если вы твердо уверены в том, что сегодня стоит вкладывать деньги в здравоохранение и только здравоохранение, никто не может помешать вам вложить все деньги в акции медицинских компаний.

### **Технический анализ**

Под техническим анализом понимается предсказание будущего движения цен на основе анализа прошлых трендов и объемов торговли. Технический анализ то входит в моду, то выходит из нее, но временами он пользуется очень большой популярностью. Поскольку главным инструментом технического анализа являются ценовые графики, его иногда называют графическим анализом. Если не углубляться в детали, в техническом анализе есть несколько простых и полезных инструментов, которые может взять на вооружение индивидуальный инвестор и использовать для сравнения секторов друг с другом или с рынком в целом. Первый инструмент, позволяющий определить, растет или падает данный сектор относительно общего рынка, — измерить



его *относительную силу*. Чтобы вычислить показатель относительной силы, нужно разделить секторный индекс на индекс широкого рынка и построить график. Если показатель относительной силы увеличивается, значит сектор сильный и растет быстрее (или падает медленнее) рынка. Если же с течением времени этот показатель уменьшается, значит сектор слабее рынка. Когда в портфеле преобладает конкретный сектор, то хочется, чтобы его относительная сила росла. Этот показатель особенно полезен еще и потому, что, по мнению многих аналитиков, тренды относительной силы довольно устойчивы. Проще говоря, если сектор опережает рынок, скорее всего, он будет опережать рынок и дальше. Разумеется, это не может продолжаться бесконечно, но для таких трендов действительно характерно определенное постоянство. Более того, тренды относительной силы обычно не делают резких и быстрых разворотов. Таким образом, в отличие от простаков, которые считают, что сумеют уйти с рынка на максимуме, многие технические аналитики утверждают, что благодаря техническому анализу можно уйти из сектора задолго до того, как его падение съест все ваши деньги.

Вторая полезная вещь в техническом анализе — *инерция*. Когда что-либо начинает двигаться, оно продолжает двигаться в этом направлении на протяжении какого-то времени. Если верить академическим исследованиям, статистические данные свидетельствуют о том, что инерция на фондовом рынке сохраняется до нескольких месяцев. Хотя официальные исследования проводились для отдельных акций, технические аналитики заявляют о существовании инерции в динамике секторов и даже взаимных фондов. Идея проста: если сектор рос, он, вероятнее всего, будет расти и дальше. Разумеется, ничто не длится вечно, и этот рост тоже когда-нибудь закончится.

Третий ключевой индикатор в техническом анализе — *скользящая средняя*. 200-дневная скользящая средняя — это просто средняя цена за последние 200 дней, которая непрерывно изменяется. Этот показатель пересчитывается ежедневно с заменой самой «старой» цены на самую «новую». Графики скользящей средней обычно составляются на самую последнюю дату. Если сектор (или рынок) растет, текущая цена будет выше 200-дневной скользящей средней, если падает — ниже. Соответственно, увеличение значения скользящей средней свидетельствует о восходящем тренде в секторе, тогда как уменьшение — о нисходящем тренде.

Приверженцы технического анализа применяют гораздо более сложные и продвинутые инструменты, чем те три, что мы рассмотрели выше, но вопрос, на который они пытаются найти ответ, все тот же: как будут двигаться цены в конкретном секторе относительно других секторов или рынка в целом.

### **Фундаментальный анализ**

В фундаментальном анализе инвестиционная привлекательность секторов оценивается на основе набора фундаментальных показателей и сравнения их текущих значений с прошлыми периодами и индексом широкого рынка.

Фактически любой финансовый коэффициент, который рассчитывается для отдельной компании, может быть рассчитан и для группы компаний, т. е. для индекса. Однако такие расчеты бывают очень сложными, требуют большого количества данных и математических вычислений с использованием компьютеров. В нашем случае можно обойтись без изучения корпоративных отчетов о прибылях и убытках в полном объеме и посмотреть на несколько широко используемых финансовых коэффициентов. В каждом случае необходимо сравнить их текущие уровни с нормальными или средними. Дело в том, что, по мнению фундаментальных аналитиков, если значения показателей для данного сектора далеки от нормальных, сектор обязательно вернется к нормальным уровням в результате либо более сильного роста, либо более сильного падения, чем в других секторах.

Пожалуй самым распространенным показателем является коэффициент «цена/прибыль». Это просто цена акций в индексе, поделенная на прибыль на эти акции. Иногда этот коэффициент рассчитывается на основе прогнозируемых аналитиками прибылей на следующий год, иногда на основе прибылей за прошлый год. Можно использовать любой метод, главное быть последовательным. Предполагается, что существует некий нормальный уровень коэффициента «цена/прибыль», к которому он всегда возвращается, если его значение отклоняется слишком сильно. Например, для индекса S&P 500 среднее значение этого показателя на протяжении последних двух-трех десятилетий равнялось 15. (Это значит, что цена акций в 15 раз превышала размер прибылей на акцию.) Если сегодня коэффициент равен 35, скорее всего, он будет снижаться. Он может снижаться либо в результате повышения прибылей, либо в результате падения цен, либо из-за того и другого сразу.

Существенно усложняет ситуацию — и делает фундаментальный анализ не только наукой, но и искусством — то, что действительность редко подчиняется столь простым правилам. «Нормальный» коэффициент «цена/прибыль» для S&P 500 может варьироваться в зависимости от экономических условий. Чем ниже темпы инфляции, тем, судя по всему, выше коэффициент. Поэтому инвестор, не учитывающий факт снижения инфляции в середине 1990-х гг., может счесть текущие коэффициенты «цена/прибыль» для S&P 500 гораздо более завышенными, чем они есть на самом деле.

Почти так же, как технические аналитики используют относительную силу, фундаментальные аналитики сопоставляют коэффициенты «цена/прибыль» для отдельных секторов и индекса широкого рынка. Тут важно учитывать прошлые тренды и средние значения. Секторы, отличающиеся повышенной волатильностью, такие как товары промышленного назначения или потребительские товары длительного пользования, обычно имеют более низкие коэффициенты «цена/прибыль». Следовательно, более низкое значение этого коэффициента для сектора потребительских товаров длительного пользования по сравнению с S&P 500 может быть нормальным, а вовсе не свидетельствовать о слабости этого сектора относительно других секторов на рынке.

Тренды в динамике коэффициентов «цена/прибыль» часто совпадают с трендами в динамике коэффициентов «цена / балансовая стоимость», которые мы обсуждали выше в связи с акциями роста и стоимости. Поэтому для сравнения можно использовать и коэффициенты «цена / балансовая стоимость». Хотя сегодня для оценки инвестиционной привлекательности отдельных акций используется множество других коэффициентов, большинство из них не нашло широкого применения в секторном анализе.

### **Макроэкономический анализ**

Наконец, еще один поход к выбору секторов основан на анализе макроэкономических условий. Если уровень капитальных вложений технологических компаний является высоким и все вокруг говорят о компьютерах, технологический сектор может быть перспективным для инвестиций. Или если вы видите высокие темпы строительства новых домов и ожидается рост расходов на товары длительного пользования, в том числе на мебель для новых домов и машины для новых гаражей, значит привлекательными будут секторы, связанные с потребительскими товарами. В то же время некоторые секторы сложно напрямую связать с общеэкономическими условиями. Например, перспективы сектора здравоохранения могут зависеть от политики и изменений законодательства в области обязательного медицинского страхования не меньше, чем от экономики. Коммунальный сектор обычно не подвержен сильным колебаниям за исключением ситуаций, когда цены на электроэнергию и нефть выходят из-под контроля. Макроэкономический анализ требует детального и вдумчивого исследования экономики, но позволяет сделать лишь общие выводы.

В целом, секторное инвестирование должно быть основано на выборе секторов, которые представляются привлекательными по нескольким параметрам. Кроме того, в отличие от вложений в индексный фонд или ETF, когда вы покупаете и просто ждете результата, успешное секторное инвестирование требует гораздо больше времени и сил со стороны инвестора.

### **Международное инвестирование**

Международное инвестирование, когда вы вкладываете часть денег в зарубежные рынки, может быть очень эффективным и прибыльным использованием индексов. Большинство инвесторов и аналитиков делят все страны за пределами США на две большие группы: развитые страны и страны с развивающимися рынками. К развитым странам относятся страны Западной Европы, Канада, Австралия, Новая Зеландия и Япония; к развивающимся — большая часть остальных стран. Существует несколько групп индексов, которые охватывают большинство этих стран с различными уровнями детализации. Две самые полные серии индексов рассчитываются компаниями

Morgan Stanley Capital International (MSCI) и FTSE International. Индексы MSCI охватывают 51 страну, включая развитые и развивающиеся государства. MSCI также предлагает индексы для разных регионов мира. Самый известный из них — индекс EAFE, охватывающий фондовые рынки Европы, Австралии и Дальнего Востока<sup>29</sup>.

Компания FTSE International, совместное предприятие газеты *Financial Times* и Лондонской фондовой биржи (LSE), публикует серию глобальных индексов FTSE World Actuaries. Если в США термин «актуарий» воспринимается как устаревшее название специалистов по финансовой оценке рисков, то в Лондоне Общество актуариев является ведущей профессиональной организацией, пользующейся высоким авторитетом в финансовых кругах. Индексы FTSE World Actuaries рассчитываются на протяжении ряда лет и несколько раз меняли владельцев. Среди них было и агентство Standard & Poor's на протяжении короткого времени в середине 1990-х гг., а также Goldman Sachs & Co. Как и индексы MSCI, FTSE World Actuaries охватывают 29 стран и включают в себя составные индексы и различные комбинации индексов<sup>30</sup>.

Агентство Standard & Poor's наряду с популярными индексами американского фондового рынка рассчитывает серию международных индексов. Флагманский индекс S&P — Global 1200, включающий семь индексов: S&P 500 (США), Euro 350 (Европа), S&P/TSE 60 (Канада), S&P/TOPIX 150 (Япония), S&P Asia Pacific 100 (остальная часть Азиатско-Тихоокеанского региона) и S&P Latin America 40 (Латинская Америка). Другой популярный индекс S&P — Global 100, включает в себя акции 100 крупнейших транснациональных компаний. Кроме того, Standard & Poor's рассчитывает ряд индексов в Канаде совместно с Фондовой биржей Торонто и в Австралии совместно с Сиднейской фондовой биржей.

Семейство международных индексов Standard & Poor's также включает полный набор индексов для развивающихся стран — индексы S&P/IFC, которые охватывают 54 развивающиеся рынка по всему миру. Индексы S&P/IFC были разработаны Международной финансовой корпорацией, подразделением Всемирного банка. Всемирный банк — это международная организация, целью которой является финансовая поддержка развивающихся стран и содействие устойчивому экономическому росту. Индексы IFC обеспечивают инвесторов надежными ориентирами для оценки зарубежных рынков и способствуют привлечению акционерного капитала на развивающиеся рынки.

Dow Jones также публикует ряд международных индексов и участвует в группе, которая занимается расчетом индексов STOXX для европейских фондовых рынков. Деятельность в этой сфере ведут и такие поставщики индексов, как Frank Russell & Co и Wilshire Associates. Однако для инвесторов важны не сами индексы, а индексные фонды и ETF на их основе. Сегодня на рынке появляется много новых предложений, но самыми старыми международными ETF являются iShares от MSCI, которые раньше назывались WEB

или World Equity Baskets. Эти фонды базируются на индексах MSCI и торгуются на Американской фондовой бирже<sup>31</sup>. Ниже приведены замечания, которые могут оказаться полезными при формировании международного портфеля акций независимо от того, использует инвестор ETF или взаимные фонды.

Вложение части денег за пределами США не стоит рассматривать как верный путь к высочайшей доходности и быстрому обогащению, хотя такая диверсификация и позволяет инвестору до некоторой степени снизить риски. Если взять ведущие промышленно развитые страны — США, Японию, Канаду, Великобританию, Германию, Францию, Швейцарию, Италию, Испанию, Нидерланды плюс некоторые небольшие европейские страны — трудно представить, почему компании и инвестиции в одной стране должны быть радикально более или менее результативными, чем в другой. При нынешнем уровне развития средств связи и транспорта невозможно сохранить монополию на лучшие и более эффективные средства производства или методы ведения бизнеса в рамках отдельно взятой страны. Рабочая сила, особенно квалифицированная, готова пересекать границы в поисках лучших условий. Даже налоговые и законодательные системы разных стран сегодня стали гораздо ближе, чем были еще несколько десятилетий назад. Поэтому в долгосрочной перспективе доходность вложений в акции в одной развитой стране, скорее всего, будет близка доходности вложений в любой другой стране этой группы. Вы можете выбирать конкретные страны, но это все равно, что пытаться играть в маркет-тайминг.

Поскольку, еще раз повторю, очень сложно сделать выигрышную ставку на конкретную страну, инвесторам, которые все же решили попытаться счастья за границей, стоит по крайней мере внимательно оглядеться. Все промышленные страны, включая США, проходят через рецессии и периоды роста, образующие экономические циклы. Экономические циклы трудно прогнозировать, поскольку они не регулярны и имеют разную продолжительность, но они неизбежны в любой стране. Хотя не так сложно понять, переживает ли страна подъем или спад деловой активности, для международного инвестора это не решает проблему. Плохо ли, хорошо ли, но цены акций обычно являются *опережающими* индикаторами экономических циклов. Другими словами, на дне, когда ситуация кажется безнадежной, акции начинают расти еще *до того*, как появятся первые признаки оживления экономики. Но и в конце фазы роста, когда все с оптимизмом смотрят в будущее, акции могут сделать неожиданный и необъяснимый нырок — и провозгласить конец хороших времен.

Предварительное знакомство с экономической ситуацией в стране может частично снизить риски. Возьмем такой наглядный пример, как Япония. Страна переживала по-настоящему длительный экономический бум с начала 1970-х гг. до конца 1980-х гг. В течение всего этого периода японский фондовый рынок стабильно опережал американский. Однако в 1989 г. Япония вступила в рецессию, которая оказалась необычайно глубокой и затяжной.

Даже сегодня, более 10 лет спустя, нет явных признаков восстановления экономики. Когда началась рецессия и японский фондовый рынок рухнул — в результате этого падения он потерял почти половину своей стоимости относительно исторических максимумов, — большинство наблюдателей стали относиться к Японии крайне настороженно. Какой урок преподносит нам эта история? Прежде чем делать решительный шаг, нужно хорошо изучить зарубежный рынок и помнить, что теперь вы делаете ставку на то, что ваше чувство рынка лучше, чем у остальных. Учитывая, какое количество людей пытается переиграть рынки, в том числе и иностранные, это довольно смелая позиция.

Нестабильность зарубежных фондовых рынков существенно затрудняет задачу инвестора, а также говорит о том, что распределение вложений между несколькими рынками позволяет значительно снизить риски. Проще говоря, цель диверсификации — сделать так, чтобы ваши деньги находились во многих местах сразу и не оказались все вместе в неправильном месте в неправильный момент. В этом и состоит основная привлекательность индексов как инструмента инвестирования на внутреннем рынке: они позволяют вам устранить риски, связанные с отдельными акциями или небольшой группой отобранных акций, широко распределяя ваши средства. Международное инвестирование делает то же самое. В отдельной рубрике приведены некоторые реальные данные, показывающие, каким образом международная диверсификация снижает уровень рисков.

### **Волатильность и международная диверсификация**

Аналитики обычно используют для измерения риска, или волатильности, статистический показатель, известный как *стандартное отклонение*. Если перед вами длинный ряд данных, например месячные доходности индекса, стандартное отклонение даст вам представление о степени разброса — амплитуде колебаний — этих доходностей. Если индекс отражает спокойный рынок, стандартное отклонение будет небольшим, возможно, ниже 10. Если индекс отражает волатильный рынок, такой как рынок технологических акций NASDAQ, стандартное отклонение будет намного выше. За последний пятилетний период, заканчивающийся июнем 2000 г., стандартное отклонение для рынка NASDAQ составило 27,1.

Смысл диверсификации — объединить в портфеле разные виды инвестиций, так, чтобы, когда одна из них падает, другая росла бы и в сумме они давали бы меньшие колебания доходности, чем каждая в отдельности. Чтобы показать, как это работает, мы создали портфель акций, где 60% приходится на американские компании и по 8% на

Францию, Германию, Японию, Швейцарию и Великобританию. За основу были взяты соответствующие страновые индексы MSCI за период с января 1970 г. по февраль 2000 г. (примерно 30 лет). Все данные пересчитывались в доллары США. Веса были выбраны произвольно, однако мы исходили из того, что большинство американских инвесторов предпочитают оставить большую часть денег в своей стране. Портфель перебалансировался (приводился к первоначальным пропорциям) раз в год. Таким образом, мы получили стандартное отклонение и среднегодовые доходности для каждой страны и портфеля. Результаты представлены в таблице ниже.

Состав портфеля	Доходность	Стандартное отклонение
Смешанный	14,2	14,0
США	13,1	15,3
Франция	13,8	23,0
Германия	13,4	20,5
Япония	14,2	22,9
Великобритания	13,4	24,0
Швейцария	13,5	19,1

Первая колонка показывает годовые доходности каждого портфеля. Лидерами оказались смешанный портфель и портфель японских акций — оба принесли по 14,2% годовых за весь период. Но если у первого портфеля мы видим стандартное отклонение равное 14, то у второго оно гораздо выше — 22,9. На практике это означает, что шансы потерять деньги в любом отдельно взятом году для смешанного портфеля равнялись 14%, тогда как для портфеля японских акций были близки к 30%.

Эта таблица является простым примером диверсификации портфеля по рынкам (или по акциям) с неполной корреляцией. Если бы все рынки в таблице менялись синхронно, диверсификация не дала бы никакого эффекта. Но поскольку все они движутся разнонаправленно — одни растут, тогда как другие падают, — распределение средств между разными рынками может дать хорошие результаты.

## Развивающиеся рынки

Под развивающимися рынками подразумеваются фондовые рынки развивающихся стран. Эта группа стран характеризуется чрезвычайным разнообразием. В нее входят страны Восточной Европы, бывшие частью Советского Союза или Восточного блока, такие огромные страны, как Индия и Китай, быстро развивающиеся страны Азии, такие как Тайвань и Корея, и большин-

ство стран Латинской Америки. Здесь больше различий, чем сходств. Проблемы, с которыми сталкиваются эти страны, могут варьироваться от частой смены правительства до валютных кризисов и низкого образовательного уровня рабочей силы.

Если инвестор решил вложить часть средств в развивающиеся рынки, ему мало что можно сказать, кроме того что вознаграждения и риски здесь бывают очень и очень высокими. Для таких инвесторов существуют страновые фонды — взаимные фонды, которые специализируются на конкретной стране, — и небольшое число индексных фондов. Однако большая часть инвестиций осуществляется не через индексы, а через инвестиционных менеджеров, находящихся за пределами этих рынков.



## ЧАСТЬ III

# ИНДЕКСЫ И ВЫБОР АКЦИЙ

**Э**ту часть книги я хочу начать с вопроса, почему индексы часто показывают столь завидные результаты, и затем разобраться, как использовать индексы при выборе акций и управлении портфелем акций. После многочисленных заявлений о том, что индексные фонды стабильно превосходят результаты большинства активных менеджеров, может показаться странным, что я решил затронуть тему выбора акций. Но одни инвесторы желают самостоятельно выбирать акции и управлять своими портфелями. Другие предпочитают добавлять к собственному портфелю взаимные фонды — индексные или активно управляемые. А большинство долгосрочных инвесторов взаимных фондов в какой-то момент приходят к выводу, что они сработали бы лучше своих портфельных управляющих и намного дешевле. В любом случае, индексы доказали, что они являются одними из самых успешных инвестиционных портфелей, так почему бы не использовать их в качестве примеров для подражания?



## Глава 13



# Причины успеха индексирования

## *Чему мы можем научиться у индексов*

**У**спех индексных фондов обусловлен множеством факторов. Один из ключевых — низкие расходы. Уровень расходов в среднестатистическом индексном фонде составляет от 15 до 50 базисных пунктов (0,15–0,5%), тогда как в активно управляемых взаимных фондах он колеблется от 100 до 200 базисных пунктов (1–2%), а иногда бывает и выше. Такая разница имеет решающее значение. И Уильям Шарп, профессор Стэнфордского университета, лауреат Нобелевской премии в области экономики, и Джон Богл, основатель фондов Vanguard, а также Vanguard 500 Trust (крупнейшего индексного фонда на базе S&P 500, на сегодняшний день самого крупного взаимного фонда в США), приводят именно этот аргумент<sup>32</sup>. По словам Шарпа, совокупность портфелей всех менеджеров на рынке — денежных, взаимных и индексных фондов — это рынок. Их результаты равны результатам рынка. Индексные фонды повторяют рынок, а активные менеджеры как группа тоже дают средний результат близкий к рыночному. Но после вычета расходов у инвесторов активно управляемых фондов остается меньше, чем у индексных инвесторов. Богл приводит конкретные цифры, подтверждающие этот аргумент.

Может ли индивидуальный инвестор управлять портфелем так же дешево, как индексный фонд? Скорее всего, нет. Даже с низкими комиссиями дисконтных брокеров и бесплатными котировками очень трудно соответствовать эффективности и низким затратам крупных институциональных инвесторов. Но прежде чем полностью отказаться от выбора акций, подумайте о том, что если одни активные управляющие проигрывают рынку, то другие превосходят его, а также о том, что мы еще не усвоили всех уроков, которые дают нам индексы и индексное инвестирование.

У индексов есть ряд преимуществ, с которыми трудно соперничать инвестору, владеющему более скромным набором акций. Среди причин высоких результатов S&P 500, в частности, можно назвать присутствие в индексе изрядного числа объектов поглощений — компаний, акции которых подсакивают в цене после того, как становится известно о планируемом поглощении. Выявление потенциальных объектов поглощения до официального объявления о сделке — дело крайне сложное без инсайдерской информации (хотя и очень прибыльное). Но поскольку S&P 500 включает обширную группу популярных компаний, среди них естественным образом оказывается много кандидатов на поглощение.

### **Пусть победители растут**

Выбрать правильный момент для продажи акций, как правило, гораздо сложнее, чем выбрать правильный момент для покупки. Индексные фонды продают нечасто, потому что акции редко выводятся из состава индекса. Например, из S&P 500, самого популярного базового индекса в США, компании выводятся чаще всего по причине их поглощения. Как поняли многие инвесторы за последние два десятилетия, владение акциями компании, которая становится объектом поглощения, может быть очень прибыльным. Обычно после официального объявления о планируемой сделке цена акций взлетает на 10%, 20%, а то и больше. Разумеется, некоторые компании выводятся из состава S&P 500 потому, что перестают соответствовать критериям индекса. Как правило, это компании, которые показали очень плохие результаты в предыдущие периоды. Акции таких компаний инвесторы называют «собаками». Так вот, «собак» в индексе гораздо меньше, чем объектов поглощения.

Что из этого следует? Время от времени нужно вырубать сухостой, но в целом следует дать возможность победителям расти. Один из ярких примеров — компания Microsoft, которая была включена в S&P 500 в 1994 г. В тот момент капитализация Microsoft составляла примерно 1% от суммарной рыночной капитализации индекса. Но на протяжении следующих шести-семи лет компания росла в четыре раза быстрее индекса, или рынка. В 1999 г. доля Microsoft в индексе увеличилась до 4%. Большинство активных менеджеров, наблюдая за четырехкратным увеличением доли компании, постепенно продавали растущие акции, чтобы избежать «слишком высокого» веса компании в своих портфелях. Делая это, менеджеры отказывались от части прибыли. Индексные портфели не продают растущие акции — они позволяют прибылям расти. Таким образом, еще один урок заключается в том, что, как это ни парадоксально, с победителями зачастую расстаются легче, чем с неудачниками. Для большинства инвесторов продать убыточные акции — значит расписаться в собственном поражении, тогда как продать акции, которые выросли в цене, — равносильно объявлению о своей по-

беде, даже если их цена после продажи продолжает расти. Помните, когда акция падает, деньги теряются в любом случае — продаете вы ее или продолжаете держать.

Некоторые индексы время от времени подвергаются реструктуризации и перебалансировке. Одно из самых известных событий такого разряда — ежегодное обновление индекса Russell 2000 Small Cap. Каждый год в конце июня происходит полный пересмотр расчетной базы индекса. В частности, из нее выводятся успешные компании, которые в предыдущем году показали превосходные результаты и больше не являются компаниями малой капитализации. Однако торговые и налоговые издержки, которые в результате появляются у индивидуальных инвесторов, снижают эффективность этой стратегии индексирования. Тем не менее в идее периодического пересмотра всего портфеля есть рациональное зерно. Перед теми, кто управляет другими индексами компаний средней и малой капитализации, такими как S&P Mid-Cap 400 и S&P SmallCap 600, тоже стоит вопрос, что делать, когда компании малой или средней капитализации перерастают свою категорию. Хотя результаты такого рода пересмотров не должны восприниматься инвесторами как однозначное руководство к действию, они напоминают о необходимости проверки как плохих, так и хороших составляющих своих портфелей. Разумеется, проверять хорошие более увлекательно.

## Низкая оборачиваемость

Для индексных фондов, особенно тех, которые держат акции-победители, характерна низкая оборачиваемость портфеля. Она уже сама по себе несет определенные преимущества, связанные с налогами и торговыми издержками. С точки зрения налогов безусловно лучше продать акции, которые достаточно долго находились в портфеле, — это позволяет воспользоваться преимуществами налогообложения долгосрочного прироста капитала. Есть еще одна причина держать акции: пока они не проданы, налоговое обязательство не возникает. При 20-процентной ставке налога из прироста в размере \$10 000 инвестору остается \$8000 для реинвестирования, а \$2000 уходят в карман налогового ведомства. Если инвестор держит акции, все \$10 000 остаются на рынке и продолжают расти.

Торговля делает богатым не инвестора, а брокера. Инвестор становится богатым, когда покупает и держит хорошие акции. Одна из причин более высокой доходности индексных фондов по сравнению с активно управляемыми — очень низкий уровень торговых издержек. Любой индивидуальный инвестор даже в эру электронной торговли платит брокерам гораздо больше, чем профессиональный инвестиционный менеджер. К сожалению, когда дело доходит до управления торговыми издержками, большинство из нас не может похвастаться особыми навыками, поэтому, прежде чем что-либо предпринять, убедитесь, что точно знаете, что делаете. Как свидетельствуют по-

следние академические исследования, активная торговля стоит дорого и обычно не дает ощутимого прироста доходности<sup>33</sup>.

## Диверсификация

Суть диверсификации — не складывать все яйца в одну корзину. Это одно из самых старых и самых важных правил инвестирования. Когда вы осознаете, что в инвестировании нет никаких гарантий и даже самые опытные инвесторы покупают проигрышные акции, вы поймете, почему не нужно складывать все яйца в одну корзину. Некоторые в шутку говорят, что можно все сложить и в одну корзину, главное — следить за ней как ястреб. Следите за ней, но помните, что диверсификация в большинстве случаев себя окупает.

В основе диверсификации лежит идея, что каждая акция, каждая инвестиционная стратегия или каждый сектор имеет свои солнечные дни и свои дождливые дни. Если скомбинировать два (или больше) сектора, стиля или стратегии, в совокупности можно получить более стабильные и высокие результаты. На рис. 13-1 показано, что может происходить со стоимостью недиверсифицированного инвестиционного портфеля со временем: хорошие времена с высокими и растущими ценами сменяются плохими с низкими и падающими ценами. Теперь предположим, что мы включили в портфель вторую группу активов, динамика которой не совпадает с динамикой первой. При равномерном распределении средств портфеля между двумя группами мы получаем картину, представленную на рис. 13-2, т. е. гораздо более стабильные результаты. Это идеальная ситуация: две инвестиции согласованы по времени — когда одна из них падает, другая растет. Конечно, диверсификация не достается даром. Как видно на рис. 13-2, иногда доходности и той и другой инвестиции могут быть отрицательными. Но диверсификация гарантирует, что их суммарная доходность обычно будет положительной.

Сложно найти два вида бумаг, стратегии или стиля, которые были бы идеально согласованы по времени, как кривые на рис. 13-2. Но если вы ищете способ диверсификации вложений на рынке акций, оптимальный

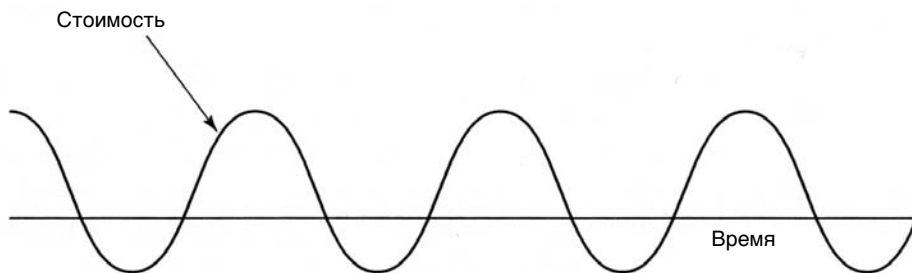
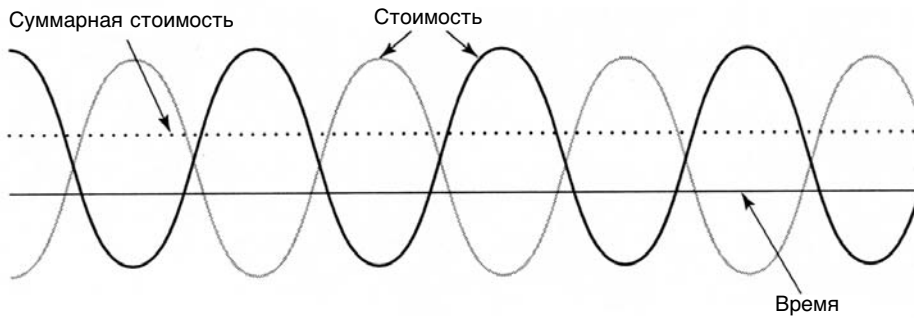


Рис. 13-1. Колебания стоимости недиверсифицированного портфеля



**Рис. 13-2.** Колебания стоимости двух асинхронных инвестиций

вариант — обратиться к фондовым индексам. Даже если вы не хотите вкладывать деньги в индекс, эти инструменты дадут вам четкие ориентиры, относительно которых вы легко сможете оценить диверсификацию своего портфеля. Индекс с широкой базой, такой как S&P Super Composite 1500 или Wilshire 5000, отражает весь рынок. В нем представлены акции роста и стоимости фактически в той же пропорции, в которой они присутствуют на рынке. Если ваш портфель состоит главным образом из акций роста или стоимости, вы частично теряете преимущество диверсификации. Точно так же в индексе с широкой базой представлены разные сектора экономики — технологический, здравоохранение, потребительские товары длительного пользования и т. д. Если ваш портфель на 50% состоит из акций технологических компаний, а в индексе их вес не превышает 30%, значит ваш портфель перекошен в сторону технологического сектора и менее диверсифицирован, чем рынок в целом. Сопоставляя свой портфель с индексом широкого рынка по таким параметрам, как сектора экономики, рост и стоимость, рыночная капитализация, вы можете оценить, насколько хорошо он диверсифицирован.

Такие индексы, как S&P 500 или S&P Super Composite 1500, являются высоко диверсифицированными. Но инвестору не обязательно держать все 500 или 1500 акций, чтобы обеспечить разумную степень диверсификации, — к оптимальному результату вполне можно приблизиться с 10, 15 или 20 бумагами. Более того, если существуют какие-либо области или категории, которые вас не интересуют, их можно пропустить.

При оценке диверсификации портфеля внимательно подходите к выбору индекса в качестве ориентира. Составной индекс NASDAQ Composite — один из самых модных и обсуждаемых на сегодняшний день индексов. У него есть немало привлекательных качеств, но отражение широкого рынка не входит в их число. Вес технологических акций в NASDAQ Composite примерно в два раза (70% против 33%) превышает их вес на американском фондовом рынке или в таких индикаторах, как S&P 500 или S&P Super Composite 1500.

## Риски

Диверсификация помогает также управлять некоторыми неявными рисками, связанными со способом построения портфелей. Иногда на фондовых рынках происходят резкие изменения, и те сегменты, которые раньше были не в милости, вдруг оказываются горячими. Когда это становится понятным, инвестиционные менеджеры кидаются покупать, и лихорадочный спрос толкает цены акций в сегменте все выше и выше. Подобные неожиданные перемены могут вызвать только улыбку на лице индексных инвесторов и тех, кто использует индексы в качестве моделей диверсификации. Например, акции компаний малой капитализации в конце 1990-х гг. показывали далеко не лучшие результаты. Тысяча долларов, инвестированная в S&P 500 в первом квартале 1995 г., к концу 1999 г. выросла бы в \$3270, но та же сумма, инвестированная в S&P Small Cap 600, превратилась бы за тот же период всего в \$2220. Определенно акции малых компаний были не самым выгодным объектом вложения. Однако в первом квартале 2000 г. они показали доходность 5,8%, а акции компаний высокой капитализации (S&P 500) — всего 2,3%. Если диверсифицированный портфель включал акции малых компаний, то он автоматически участвовал в этом неожиданном росте. Более того, если этот рост превратится в устойчивую тенденцию, вес горячего сектора в таком портфеле будет постепенно увеличиваться в соответствии с принципом «путь победители растут».

## Ликвидность, торговля и интерес аналитиков

Мы уже обсуждали комиссионное вознаграждение, связанное с торговлей. Но в торговле акциями есть и другие виды издержек, например издержки, связанные с ликвидностью и спредом цен продавца и покупателя. Некоторые индексы, в том числе индексы Standard & Poor's, включают только такие акции, которые обладают определенной ликвидностью и не взлетают в цене всякий раз, когда кто-то покупает больше 100–200 акций. С акциями Microsoft или General Motors таких проблем нет. Но если вы наткнулись на непризнанный бриллиант, который был обделен вниманием в течение года, будьте осторожны, поскольку покупка нескольких сотен акций вполне может спровоцировать скачок цен. И, разумеется, будьте осторожны с проведением сделок после закрытия торгов, когда невозможно оценить ликвидность и глубину рынка.

Наверное, каждый инвестор мечтает найти малоизвестную перспективную бумагу и купить ее до того, как она заинтересует остальных. Даже сегодня, несмотря на всеобщее увлечение акциями роста и игрой на инерционных акциях — акциях, которые растут, потому что они росли в последнее время, — инвесторы все равно мечтают о гадком утенке, который превращается в лебедя. Вы не найдете таких акций в большинстве фондовых индексов,



поскольку включение в ведущий индекс, например в S&P 500 или Dow Industrials, свидетельствует о том, что как минимум небольшая группа аналитиков наблюдает за компанией. На самом деле, это неплохо. Во-первых, чтобы гадкий утенок попался на глаза инвесторам, он должен хоть как-то «засветиться». Во-вторых, большинство биржевых аналитиков располагают полезной информацией, которая может помочь инвестору составить объективное мнение об этих акциях. Третье и самое важное: если компания находится под наблюдением аналитиков, то обязательно есть прогнозы будущих прибылей, без которых сложно оценить перспективы.

## Сказки о маркет-тайминге

Согласитесь, было бы замечательно держать деньги в акциях только тогда, когда те растут, и перемещать их в фонд денежного рынка, когда фондовый рынок падает. К сожалению, это невозможно. В определенной мере все инвесторы пытаются играть в маркет-тайминг — если хотя бы раз в жизни вы задумывались о том, не стоит ли повременить неделку-другую, прежде чем купить или продать акции, значит вы пытались играть на колебаниях рынка. Многие маркет-таймеры утверждают, что у них есть своя система, позволяющая точно определять моменты, когда нужно покупать, а когда продавать. Если вы сталкиваетесь с таким инвестором, самое лучшее, что можно сделать, — это спросить: «Если вы такой умный, то почему не самый богатый?» Если подобный вопрос кажется невежливым, просто поинтересуйтесь, где стоит его яхта.

Индексные фонды не имеют ничего общего с маркет-таймингом. Часто можно услышать мнение, что активно управляемый взаимный фонд с профессиональными инвестиционными менеджерами безопаснее, потому что менеджеры знают, когда нужно уйти с рынка. По правде говоря, инвестиционные менеджеры — такие же люди, как и все мы, и не больше других обладают даром предвидения. Летом 1998 г., когда фондовый рынок упал в обморок после объявления Россией дефолта по некоторым долговым обязательствам, S&P 500 потерял примерно 20%, а активно управляемые фонды упали еще больше. Что гораздо важнее, для успешного маркет-тайминга требуется не один, а два правильных хода подряд. Вы должны угадать не только когда уйти, но и когда вернуться. Многие слышали историю о фонде одного ведущего университета, который в 1991 г. поздравил сам себя с тем, что ушел с рынка перед откатом 1990 г. и последующей рецессией. К сожалению, почивая на лаврах, фонд упустил благоприятный момент для возвращения в рынок и пропустил несколько очень хороших лет, когда он мог заработать на акциях гораздо больше, чем на облигациях.

Судя по всему, вернуться на рынок после падения гораздо труднее, чем уйти накануне. После обвала 19 октября 1987 г. идеальный момент для возврата наступил на следующий день, 20 октября. Но большинство инвесторов

переживали шок и могли думать только о продаже. Те же немногие, кто был достаточно безумен — или умен, — чтобы покупать, в итоге оказались победителями.

В долгосрочной перспективе фондовый рынок всегда растет. Хотя этот рост может прерываться продолжительными периодами бокового движения и падения, долгосрочное направление — всегда вверх. Фондовый рынок вознаграждает терпеливых инвесторов. (Если бы вы в это не верили, то не читали бы эту книгу.) Проще говоря, если нет причин считать, что переживаемый рынком спад продолжится до того момента, когда вам понадобятся деньги, вам лучше оставаться в акциях и не играть в маркет-тайминг, пытаться предугадать случайные краткосрочные движения рынка. Если же вы собираетесь тратить плоды своих инвестиций совсем скоро, то вам лучше уйти с рынка акций прямо сейчас, чтобы ограничить риски.

### **Успех индексных фондов: краткий обзор уроков**

Из успехов индексных фондов вытекают несколько простых правил для инвесторов, которые предпочитают самостоятельно выбирать акции и выстраивать собственные инвестиционные портфели, а не вкладывать деньги в индексные фонды или ETF. В целом, они таковы.

- Контролируйте расходы. Даже если инвестирование для вас — скорее развлечение, высокие торговые издержки и брокерские комиссии существенно урезают ваши прибыли.
- Не увлекайтесь активной торговлей. Дайте победителям возможность расти и избавляйтесь от акций-неудачников, но стремитесь к низкой оборачиваемости портфеля.
- Диверсифицируйте свои вложения и не складывайте все яйца в одну корзину. Если вы можете позволить себе акции всего двух-трех компаний, лучше купите взаимный или индексный фонд.
- Даже если вам нравится выискивать скрытые бриллианты, подумайте о вложении значительной части денег в известные ликвидные акции, которые активно торгуются на бирже и отслеживаются аналитиками.
- Не пытайтесь играть в маркет-тайминг. Это редко работает.

## Глава 14



# Модели рынка

**Х**отя важность уроков индексирования для управления портфелем инвестиций трудно переоценить, они не помогут нам правильно выбрать акции или группы акций для этого портфеля. Фондовый рынок огромен — на нем торгуются акции более 5000 эмитентов, и существует множество подходов к их выбору и оценке. Мы начнем с одной из наиболее распространенных моделей оценки доходности инвестиций, так называемой трехфакторной модели. Она поможет нам разбить рынок на шесть базовых сегментов для дальнейшего исследования. В следующей главе мы рассмотрим еще один эффективный способ отбора акций, а затем поговорим о том, как отсеять акции, которые не должны попасть в ваш портфель.

В середине 1960-х гг. в серии научных статей была представлена модель оценки капитальных активов — CAPM. В принципе, большинству инвесторов достаточно знать об этой научной концепции всего лишь пару моментов. Во-первых, то, что экономисты едины во мнении относительно важности CAPM, поскольку эта модель практически универсальна. За разработку CAPM Уильям Шарп получил Нобелевскую премию<sup>34</sup>. Во-вторых, с этой моделью связано появление коэффициента бета. Бета акции измеряет степень ее изменчивости по отношению к рынку. Если акция имеет бету равную 1, значит рост и падение ее цены в процентном выражении полностью соответствует росту или падению рынка; бета, равная 1,25, говорит о более сильном движении цены, т. е. цена акции растет или падает в 1,25 раза сильнее, чем рынок.

CAPM — превосходная простая модель, которая стала большим шагом вперед. Однако она предполагает, что единственным значимым аспектом является движение акции относительно рынка. Такой подход, однако, чересчур упрощен, что и было подтверждено дальнейшими исследованиями. Концепция модели оценки капитальных активов получила развитие в работах других исследователей, в частности Юджина Фамы и Кеннета Френча,

которые ввели в нее два дополнительных параметра и, таким образом, превратили в трехфакторную модель.

SAPM исходит из того, что доходность акций меняется под влиянием единственного фактора — движения рынка, обычно измеряемого индексом S&P 500. В трехфакторную модель Фамы — Френча добавлены еще два фактора. Первый — размер эмитента, измеряемый его рыночной капитализацией, второй — отношение балансовой стоимости акции к ее рыночной стоимости. Эти показатели были введены на основании результатов академических исследований и статистических данных, накопленных Уолл-стрит. Как показали исследования Фамы и Френча, оба этих фактора являются критическими для оценки акций. Они стали краеугольными камнями в большинстве подходов к управлению пенсионными планами и другими долгосрочными инвестициями.

Одна из излюбленных тем на Уолл-стрит — акции компаний малой капитализации. Считается, что именно среди них нужно искать следующую Microsoft или General Electric. Легендарный управляющий фондом Fidelity Magellan Fund Питер Линч называл такие находки десятикратниками, потому что эти акции вырастали в цене в 10 раз. Еще одна пьеса, уже несколько десятилетий не сходящая с подмостков Уолл-стрит, посвящена акциям роста и стоимости. Она также признает существование скрытых бриллиантов, ждущих своего часа. Согласно модели Фамы — Френча, акции компаний малой капитализации выявляются через добавление критерия рыночной капитализации, акции роста и стоимости идентифицируются при помощи коэффициента «балансовая стоимость / рыночная стоимость».

## **Рост и стоимость**

Итак, две группы акций были названы акциями роста и стоимости. Названия не очень удачны: никто не хочет покупать акции, которые не имеют стоимости, и никто не хочет держать акции, которые не растут. Но поскольку какой-то эксперт с Уолл-стрит много лет назад произнес эти слова раньше и громче остальных, сегодня именно рост и стоимость олицетворяют собой инь и ян фондового рынка. Акции роста — дети прихоти, моды, инерции и подтвержденного результата. Это не просто акции, по которым ожидается рост прибылей. Это акции, рост прибылей по которым ожидается большинством игроков на рынке, и их цена и коэффициент «цена/прибыль» уже поднялись и полностью отражают всеобщие ожидания. Покупатели акций роста рассчитывают или хотя бы надеются на то, что прибыли продолжат рост и с лихвой оправдают завышенную цену.

Популярность акций роста основана на том, что все ожидают роста прибылей по ним. Положительное мнение об этих акциях является безопасным, потому что оно разделяется практически всем рынком. При этом большинство инвесторов в акции роста не тревожит вопрос, являются ли цифры — заоб-

лачные цены или фантастические коэффициенты «цена/прибыль» — надежными, т. е. соответствуют ли они совокупности других данных. Неудивительно, что такие инвесторы часто верят в эффект инерции. Идея этого эффекта заключается в следующем: если что-либо росло на протяжении последнего времени, вероятнее всего, рост продолжится и дальше. У технических аналитиков есть похожий принцип, согласно которому акции, торгующиеся выше своих скользящих средних, являются хорошими кандидатами на покупку. Чтобы стабильно опережать скользящую среднюю, акция должна расти и по цене, и по популярности среди инвесторов.

Если сила акций роста кроется в их популярности, то сила акций стоимости — в логике, даже если никто, кроме вас, не понимает этой логики. Стоимостные инвесторы смотрят на фундаментальные финансовые показатели эмитентов, а не на количество инвесторов, подавших заявки на покупку. Такие игроки предпочитают низкие коэффициенты «цена/прибыль» и «цена / балансовая стоимость», т. е. относительно дешевые акции, если они уверены в будущем росте прибылей. По характеру стоимостные инвесторы — «белые вороны», поэтому их часто называют идущими против тенденции. Их не заботит популярность, и они предпочитают быть первыми покупателями. Мнение таких инвесторов основывается на количественных данных и анализе, а не на мнении большинства игроков на рынке.

Исследования Фамы, Френча и других показали, что самый эффективный способ распределить акции по категориям роста и стоимости — использовать соотношение балансовой и рыночной стоимости. Под балансовой стоимостью понимается стоимость компании, отраженная в бухгалтерском учете. Это стоимость всех ее активов — оборудования, помещений, земли и финансовых активов — за вычетом обязательств. Балансовая стоимость определяется исходя из исторических данных: что компания покупала, что продавала, как работала и сколько зарабатывала в соответствии с бухгалтерскими записями, которые ведутся на основе установленных правил, процедур и принципов. Рыночная стоимость компании определяется рыночной ценой ее акций и ожиданиями инвесторов относительно того, сколько она может стоить в будущем. Сравнение этих двух величин показывает, к какой категории ближе компания — к категории роста или стоимости. Аналитики с Уолл-стрит традиционно используют для сравнения акций коэффициент «цена / балансовая стоимость», который вычисляется как текущая цена акции, деленная на балансовую стоимость в расчете на акцию. Исследователи предпочитают использовать обратный показатель — отношение балансовой стоимости к цене, который иногда называют отношением «балансовая стоимость / рыночная стоимость». Дело в том, что встречаются компании с нулевой балансовой стоимостью, из-за чего возникают трудности с расчетом коэффициента «цена / балансовая стоимость».

Низкий коэффициент «цена / балансовая стоимость» или высокий показатель «балансовая стоимость / рыночная стоимость» является признаком компании стоимости. Рынок оценивает такую компанию близко к ее учетной

стоимости или даже ниже. Инвесторы не связывают с ней больших надежд, и отсутствие высоких ожиданий относительно будущего роста оказывает давление на цену акций. Наоборот, высокий коэффициент «цена / балансовая стоимость» или низкий показатель «балансовая стоимость / рыночная стоимость» указывают на компанию роста. Акции такой компании выросли на прошлом росте прибыли, а высокие ожидания в отношении будущего роста толкают их цену все выше и выше.

Какие акции лучше? К сожалению, иногда первые, иногда вторые. Индекс S&P 500 разбивается на два подиндекса для акций роста и стоимости на основании показателя «балансовая стоимость / рыночная стоимость». Если сравнивать доходности этих двух групп с 1975 г., то кумулятивные результаты свидетельствуют в пользу акций стоимости, как видно на рис. 14-1<sup>35</sup>. В целом же были периоды, когда акции роста превосходили акции стоимости, в другое время вперед вырывались акции стоимости. Для тех, кому возвращение к 1975 г. кажется излишним, могу сказать, что в последние несколько лет в гонке рост/стоимость уверенно лидировали акции роста.

Если вы формируете собственный портфель акций, во-первых, его необходимо диверсифицировать по категориям рост/стоимость через включение и тех, и других акций. Во-вторых, нужно обязательно посмотреть на последние результаты некоторых индексов, отражающих акции роста и стоимости. Дело в том, что эти две группы нередко по очереди доминируют на рынке на протяжении нескольких месяцев или даже лет, поэтому полезно узнать, ко-

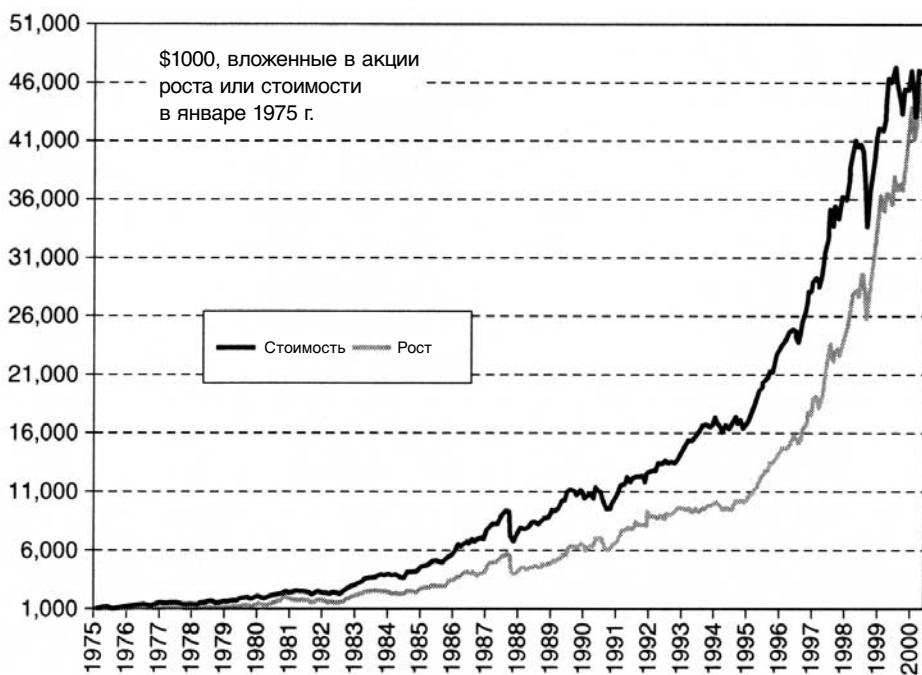


Рис. 14-1. Сравнение доходностей акций роста и стоимости в период с 1975 по 2000 г.

торая из них лидирует в последнее время. Определите, какая часть средств вашего портфеля вложена в рост, какая — в стоимость. Если вы обнаружите, что в настоящее время одна из групп показывает на рынке более высокие результаты, то, возможно, захотите увеличить ее долю в портфеле. Индексы Standard & Poor's, рассчитываемые для американского фондового рынка, подразделяются на категории роста и стоимости. Другие индексы, в том числе индексы компании Russell, такие как Russell 2000, тоже делятся на две указанные категории, хотя и с использованием другой методики.

## Рыночная капитализация

Рыночная капитализация является третьим ключевым фактором в модели Фамы — Френча. Идея вложения денег в малые компании в поисках высокой доходности — еще один излюбленный лейтмотив на Уолл-стрит, который был подвергнут тщательной и всесторонней проверке в академических исследованиях. Выводы этих исследований неоднозначны. Большинство исследователей утверждают, что бывают периоды, когда акции малых компаний значительно превосходят своих более крупных собратьев и демонстрируют впечатляющую доходность. Большинство также утверждает, что на длительных промежутках времени акции малых компаний более рискованны, отличаются большей волатильностью и разбросом доходностей, чем акции компаний высокой капитализации или рынок в целом. На этом, судя по всему, согласие заканчивается.

Споры по поводу компаний малой капитализации и того, должны ли инвесторы делать ставку на их акции, сводятся к двум основным вопросам. Во-первых, можно ли реально ожидать, что акции малых компаний покажут лучшие результаты, чем акции крупных компаний, на любом разумном отрезке времени. Во-вторых, не являются ли более высокие доходности этих акций всего лишь отражением присущих им более высоких рисков. Некоторые исследователи, в том числе Джереми Сигел в своей книге «Акции для долгосрочной игры» (Stocks for the Long Run), утверждают, что если бы инвестор пропустил один или два лучших периода, когда акции компаний малой капитализации показали действительно превосходные результаты, инвестиционная привлекательность этих акций была бы под вопросом<sup>36</sup>. Как замечает Сигел, на протяжении большей части 1980-х и 1990-х гг. этот сегмент фондового рынка был не тем местом, где следовало держать свои деньги.

Когда инвесторы выбирают акции малых компаний, они часто подходят к выбору совершенно не так, как исследователи, пытающиеся установить, есть ли в них выгода. Инвесторы при активном содействии прессы пытаются искать самородки среди компаний, недавно вышедших из гаража (подобно легендарным Apple Computer и Hewlett-Packard) или созданных непризнанными гениями, выгнанными из Лиги плюща. Мало кто из них

пытается провести систематическое исследование, ранжировать по размеру рыночной капитализации все компании, торгующиеся на Нью-Йоркской фондовой бирже (или на трех фондовых биржах — Нью-Йоркской, Американской и NASDAQ), а затем выбрать 20% компаний из нижней части списка. Исследователи же обычно поступают именно так, поскольку этот подход является систематическим и может быть воспроизведен в различных базах данных<sup>37</sup>.

Из этих рассуждений можно сделать несколько выводов. Во-первых, акции компаний малой капитализации более рискованны. Если вы и без того настороженно относитесь к акциям, повышение доли малых компаний в портфеле заставит вас нервничать еще больше. Проще говоря, если вы не относите себя к разряду агрессивных инвесторов, готовых идти на значительные риски в поисках дополнительной доходности, значит акции компаний малой капитализации либо вообще не должны присутствовать в вашем портфеле, либо должны быть представлены весьма скромно — скорее всего, в пределах 10% от общей суммы вложений в акции. Во-вторых, инвесторы, готовые брать на себя риски, должны понимать, что времена, когда акции малых компаний показывают действительно превосходные результаты, наступают не так уж часто. Но когда эти акции работают, они работают очень хорошо. Поэтому агрессивные инвесторы определенно не должны избегать акций компаний малой капитализации и могут выделить под них от 10% до 20% своего портфеля.

Профессиональные инвестиционные менеджеры часто представляют параметры роста, стоимости и рыночной капитализации в следующей форме:

	Рост	Стоимость
Высокая капитализация		
Средняя капитализация		
Малая капитализация		

Принято считать, что в каждом индексе и категории рыночной капитализации акции роста и стоимости представлены в соотношении 50/50. Если взять три индекса Standard & Poor's — S&P 500, S&P MidCap 400 и S&P SmallCap 600 — и разделить компании на три категории: высокая капитализация (свыше \$4 млрд), малая капитализация (менее \$1 млрд) и средняя капитализация (от \$1 млрд до \$4 млрд), то компании высокой капитализации составят примерно 83% от суммарной капитализации рынка, компании средней капитализации — порядка 10%, и компании малой капитализации — около 7%.

Похожее представление данных часто используется в обзорах взаимных фондов, включая и те, которые публикуются агентствами Standard & Poor's и Morningstar. В отчетах взаимных фондов часто появляется средняя колонка под названием «смешанный портфель». В большинстве подходов к классификации акции четко разбиваются на две группы — рост и стоимость.



Однако в индексах Russell часть акций остается посередине и может учитываться два раза — в индексе акций роста и индексе акций стоимости.

Деление на категории роста и стоимости — игра в относительное взвешивание. Как правило, деление производится таким образом, что с каждой стороны остается по половине суммарной рыночной капитализации. Но по числу акций категория стоимости обычно превосходит категорию роста, потому что компании роста крупнее компаний стоимости. При диверсификации портфеля по рыночной капитализации компании отбираются либо на основе индексов, представляющих соответствующие сегменты рынка, либо путем задания точек отсечки по размеру капитализации. Все эти критерии с течением времени должны корректироваться.

Активные инвесторы могут сравнить свои портфели с вышеприведенной таблицей и получить представление о том, как распределены их вложения по категориям роста и стоимости и по капитализации. Несмотря на важность диверсификации, необходимо также сопоставить между собой результативность сегментов (ячеек таблицы), поскольку тенденции их изменения бывают довольно устойчивыми.



## Глава 15



# Модные идеи и веяния на фондовом рынке

**В** этой главе мы продолжим обсуждение вопросов формирования инвестиционного портфеля и рассмотрим, как использовать существующие на фондовом рынке модные идеи и веяния для выбора акций. Одни вопросы являются узкими: например, акции каких компьютерных компаний — производителей программного обеспечения или компьютерной техники в следующем году могут показать лучшие результаты. Другие — носят более общий характер и касаются влияния развития технологий на экономику, будущее мира и наши взгляды на перспективность акций. В конце концов, если технологии в скором времени сделают всех нас такими богатыми, как Билл Гейтс, может быть, уже сегодня стоит вкладывать деньги не в технологический сектор, а в акции компаний, занимающихся строительством элитного жилья? Хотя некоторые из подобных идей исходят от брокерских фирм, продвигающих те или иные акции, они безусловно оказывают влияние на фондовый рынок.

На протяжении большей части 1990-х гг. на рынке доминировали крупные известные компании. В почете были голубые фишки. В результате акции примерно 50 крупнейших по капитализации компаний из S&P 500 стали значительно опережать остальной рынок. S&P 100 также показывал очень хорошие результаты и часто превосходил S&P 500. Индекс S&P 100, включающий 100 крупнейших компаний из состава S&P 500, изначально был создан для индексных опционов ОЕХ. Он оказался необычайно стабильным портфелем акций с очень низкой оборачиваемостью. Доминирование голубых фишек говорит о том, что в некоторые периоды выгоднее покупать акции из ведущего фондового индекса. (Не нужно путать это с эффектом индекса и пытаться покупать акции накануне их включения в популярный индекс.) Когда некое

веяние начинает преобладать на рынке, стоит поискать подходящий индекс и купить акции из него. Если веяние или идею активно поддерживают аналитики и она становится популярной, хорошим выбором будут акции из какого-нибудь известного индекса, например S&P 500 или S&P 100.

Во второй половине 1990-х гг. одним из новых веяний на фондовом рынке была мода на технологический сектор. Под технологическим сектором понимаются компании, деятельность которых непосредственно связана с компьютерными технологиями, а не строители элитного жилья в Кремниевой долине. Вес технологических акций в S&P 500 вырос с 11% в конце 1994 г. до 30% в конце 1999 г. Еще одно веяние связано с тем, что все мы становимся старше. (Если бы мы становились моложе, это была бы настоящая новость!) Другими словами, средний возраст населения США увеличивается по мере старения поколения беби-бумеров, родившихся между 1946 и 1964 г. По мнению некоторых, старение беби-бумеров означает, что в скором времени наиболее привлекательными станут акции медицинских и фармацевтических компаний, тогда как в прошлом это были акции производителей велосипедов, палаток для кемпинга и снаряжения для активных видов спорта. Если вы считаете, что гольф может вытеснить теннис из разряда самых популярных видов спорта, наверное, вы относитесь к сторонникам этой идеи<sup>38</sup>. Одни веяния содержат рациональное зерно и позволяют сделать хороший выбор акций, другие не имеют никаких оснований. Научитесь распознавать, какие из них достойны внимания, а какие нет.

Индексные фонды не реагируют ни на какие веяния, однако могут служить ориентиром, позволяющим определить, насколько портфель инвестора привязан к тому или иному веянию или идее. Они также служат напоминанием о том, что модные веяния приходят и уходят, а индексные фонды продолжают показывать хорошие результаты. Как действовать инвестору, чтобы держаться в русле доминирующей на рынке тенденции, но не ошибиться с выбором?

Прежде всего следует тщательно изучить идею и понять, есть ли в ней хоть капля здравого смысла. Идея полетов человека на Марс время от времени всплывает в заголовках газет, но ее вряд ли стоит брать за основу для выбора акций. Во-первых, нужно, чтобы правительство взяло на себя твердое обязательство финансировать эту программу. Во-вторых, необходима масса дополнительных исследований, прежде чем можно будет говорить о заключении контрактов на разработку или строительство космических аппаратов. В-третьих, любые существенные усилия в этом направлении если и будут предприняты, то только через много лет. Поэтому, пожалуй, преждевременно рассматривать идею полетов людей на Марс как решающий фактор при выборе акций той или иной аэрокосмической компании. В 1969 г. после успешной посадки американцев на Луне одна крупная авиакомпания опубликовала пресс-релиз, в котором объявила о начале продажи туров на Луну, хотя и без указания конкретной даты. Впоследствии эта авиакомпания обанкротилась, а инвесторы, купившие ее акции под влиянием громкого заявления, немного поторопились.

Далее вы должны четко выделить секторы экономики, отрасли или даже конкретные компании, которые могут подняться на этой идее. История со стареющим поколением беби-бумеров в США привлекательна тем, что многие могут отнести себя к беби-бумерам. Далеко не так очевидно, какие именно отрасли или компании выиграют от этого. Затрагиваемая сфера настолько обширна и многообразна, что выделить что-то определенное сложно. Кроме того, детали могут вводить в заблуждение. Кто-то может решить, что старение поколения беби-бумеров означает сокращение доли молодых людей студенческого и школьного возраста и упадок бизнеса, занимающегося выпуском учебной литературы. Однако сегодня все больше людей возвращается к учебе в течение жизни и даже после выхода на пенсию, поэтому учеба больше не является делом исключительно молодежи.

Другие идеи указывают на конкретные отрасли и могут оказаться полезными при выборе перспективных компаний. Продолжающаяся глобализация и распространение Интернета увеличивают спрос на телекоммуникационные услуги, особенно на услуги телефонной и широкополосной связи, такие как кабельное телевидение и высокоскоростной доступ в Интернет. В то же время растут сложности с прокладкой новых линий в тесно застроенных американских городах и вымощенных пригородах. В других развитых странах ситуация аналогична. В развивающемся мире прокладка любого кабеля часто осложняется очень большими расстояниями и неосвоенными территориями. Сочетание этих факторов предполагает рост популярности технологий беспроводной связи. В отличие от стареющего поколения беби-бумеров, эта тема, технологии беспроводной связи, позволяющие провести Интернет в каждый дом, связана с конкретными отраслями в технологическом секторе и даже с конкретными компаниями. Но прежде чем кидаться скупать акции компаний, специализирующихся на беспроводных технологиях, нужно ответить на множество других вопросов.

Насколько жизнеспособна эта идея и есть ли в ней смысл? В США беспроводные технологии еще ждут своего часа. Хотя мобильные телефоны давно стали привычными, широкополосный беспроводной доступ в Интернет — дело будущего. Поэтому на сегодняшний день вы можете инвестировать только в стоимость — в малоизвестные начинающие компании, работающие в сфере беспроводных технологий. Вряд ли можно найти крупную устоявшуюся компанию, которая получает большую часть своих доходов от предоставления беспроводного доступа в Интернет. На какие секторы и отрасли указывает эта идея? Технологии — слишком широкое понятие, на них приходится 30% всего фондового рынка.

Вы также должны понимать, что некоторые идеи, несмотря на наличие в них здравого смысла, не обязательно будут хорошей основой для принятия инвестиционных решений. Один из таких примеров — возможная реакция на антимонопольное дело против Microsoft. Расследование привлекло к себе внимание и уже привело к изрядному падению акций компании. Скорее всего, разбирательство продолжится еще какое-то время, если не будет достигну-

то соглашение. В связи с этим сегодня можно слышать высказывания о том, что это дело открывает новые возможности в сфере производства ПО. Если Министерству юстиции удастся настоять на разделе Microsoft, вместо одной ведущей компании в отрасли появится по крайней мере две новые, меньшие по размеру компании. Независимо от результата процесс является сильным отвлекающим фактором, вынуждающим Microsoft уделять меньше внимания бизнесу. Таким образом, индустрия производителей ПО может стать тем самым местом, где следует искать интересные объекты для вложений.

Пусть читатель судит сам, имеет эта идея смысл или нет, но она определенно указывает на конкретную отрасль (производство ПО) в конкретном секторе (технологии). Она также указывает на некоторые детали. Можно посмотреть на крупных устоявшихся производителей ПО, которые либо предлагают продукты, непосредственно конкурирующие с продуктами Microsoft, либо могут быстро вывести на рынок такие продукты. IBM и Oracle — первое, что приходит на ум. Можно поискать и среди менее именитых конкурентов, например среди тех, кто специализируется на продаже Linux и других версий Unix, операционной системы, которая конкурирует с Windows. В отличие от истории с беби-бумерами, здесь можно четко выделить конкретные компании, на которые стоит обратить внимание. Безусловно, прежде чем принимать окончательное решение, необходимо проверить их финансовые показатели, однако при правильном подходе идея вполне может себя окупить.

После выделения перспективного сектора или отрасли можно воспользоваться индексом, чтобы определить, какая часть вашего портфеля должна приходиться на выбранный сегмент рынка. Предположим, инвестор, идущий против тенденции, решает сыграть на идее раздела Microsoft, но хочет хеджировать риски путем вложения части денег в Microsoft. В начале 2000 г. доля Microsoft в S&P 500 составляла более 4%, но затем вынесение предварительного решения по антимонопольному делу и другие проблемы снизили ее вес в индексе до уровня менее 3%. Портфель из 20 акций, где на Microsoft приходится порядка 5%, — не слишком высокая ставка на возрождение компании. В конце концов, в хорошие времена таким был ее вес в суммарной капитализации рынка, отражаемой индексом. Но если вы верите в какую-либо идею, ваша ставка на перспективный сегмент должна быть выше, чем у рынка. Например, если инвестор твердо верит в будущее технологий, но на конец 1999 г. держит в акциях технологических компаний всего 25% своих вложений, то недостаток веса технологического сектора в его портфеле составляет примерно 5%. Сравнение с индексом позволяет увидеть, что в портфеле нет перевеса в сторону технологий.

Иногда использование идей ограничивается простым выбором секторов — каких следует избегать, а на каких — сосредоточиться. В части II этой книги при обсуждении секторных индексов и секторных фондов мы затронули некоторые проблемы такого выбора. Часто идея может представлять собой обоснование или причину для выбора того или иного сектора. Именно это происходило в последние годы с технологическим сектором — чудеса

компьютерных технологий воспринимались как сигнал к тому, чтобы покупать акции компьютерных компаний, и чем больше, тем лучше. Не совсем верный подход. Если каждый будет постоянно покупать акции компьютерных компаний, в конце концов цены могут подняться и выйти за грань разумного.

Таблица 15-1

**Вес секторов по рыночной капитализации в индексах S&P,  
на 31 мая 2000 г.**

	S&P 500	S&P MidCap 400	S&P SmallCap 600
Потребительские товары длительного пользования, %	12	13	16
Потребительские товары широкого спроса, %	7	3	4
Энергетика, %	5	8	5
Финансовый сектор, %	14	11	12
Здравоохранение, %	11	12	13
Промышленный сектор, %	10	15	20
Информационные технологии, %	30	21	24
Добывающая промышленность, %	2	5	4
Телекоммуникационные услуги, %	7	2	0
Коммунальный сектор, %	3	11	3

Итак, если вы хотите использовать существующие на фондовом рынке веяния или идеи как основу для выбора акций, во-первых, тщательно изучите их и посмотрите, насколько они разумны и обоснованны. Во-вторых, выделите конкретные секторы и отрасли, на которые указывает та или иная идея. По возможности используйте классификацию секторов и отраслей, которая принята в известных фондовых индексах, чтобы точно знать, какие именно компании входят в интересующий вас сектор. Если вы считаете, что идея предполагает определенную стратегию, сравните распределение инвестиций в своем портфеле с индексом и перебалансируйте портфель с учетом выбранного направления. В таблице 15-1 показан вес секторов по рыночной капитализации в индексах S&P 500, S&P MidCap 400 и S&P SmallCap 600 по состоянию на 31 мая 2000 г. Распределение со временем может меняться, поэтому данные нужно обновлять.

Возможно, ваш портфель никогда не будет в точности копировать индекс. Если на то пошло, то и сами индексы никогда в точности не отражают рынок, хотя обычно и находятся в нескольких процентных пунктах от пропорций реального фондового рынка.





## Глава 16



# Выбор акций на основе количественных показателей и фондовые индексы

**А**налитики и инвесторы используют множество количественных показателей для оценки акций: коэффициент «цена / балансовая стоимость», дивидендную доходность, прибыль на акцию, коэффициент «цена/прибыль» и другие. Все они предназначены для оценки привлекательности акций как инвестиционных инструментов. Большинство этих критериев подвижны: коэффициент «цена/прибыль», казавшийся высоким в 1990 г., сегодня может считаться низким. Между тем индексы выполняют функцию ориентиров, которые позволяют сравнить одну акцию с другой или с рынком в целом. Кроме того, индексы обеспечивают инвесторов набором показателей, характерных для конкретного сектора или отрасли. Например, поскольку дивиденды являются редкостью для технологических акций, нет смысла сравнивать их дивидендную доходность с индексом, который включает электроэнергетические компании, известные высокими дивидендами.

В этой главе мы кратко познакомим вас с целым рядом количественных показателей и приведем соображения относительно их использования для сравнения акций с индексами. Иногда показатели помогают отделить хорошие идеи от плохих, в других случаях — только подтвердить ваше мнение или предостеречь от выбора конкретных акций. В процессе обсуждения мы будем опираться на индекс S&P 500, поскольку это самый популярный индекс в США, а кроме того, по нему имеется масса данных. Здесь мы сосредоточимся на практических вопросах, а формальные определения лучше поискать в учебниках по бухгалтеру.

## Прибыль на акцию

Показатель прибыли на акцию (EPS) является частью коэффициента «цена/прибыль», основного финансового показателя, используемого для оценки акции или рынка в целом. Но поскольку больше всего вопросов в связи с этим коэффициентом обычно вызывает знаменатель — прибыль на акцию, начнем обсуждение с него. Каким бы простым и элементарным ни казался нам этот индикатор, за последние годы он претерпел значительные изменения и привел к появлению ряда конкурирующих определений. На протяжении многих лет под прибылью понималась прибыль компании после налогообложения, т. е. чистая прибыль.

В последние два десятилетия, когда компании стали подвергаться всевозможным реструктуризациям, реорганизациям и активной перестройке, все чаще можно увидеть годовую финансовую отчетность со списаниями, резервами и другими бухгалтерскими деталями. Такие операции, как продажа или покупка подразделения или выделение подразделения в дочернюю фирму, меняют финансовые результаты. Когда прибыль связана в большей мере с продажей старого подразделения, чем с текущей деятельностью, возникает вопрос, насколько значимой является объявленная прибыль на акцию. Кроме того, биржевым аналитикам сложно делать прогнозы по ожидаемой величине прибылей на акцию, когда важнейшим фактором колебаний прибылей являются методы учета, рекомендованные финансовому директору. Так родилась новая концепция: *операционная прибыль*.

Понятие операционной прибыли введено с тем, чтобы исключить разовые расходы или доходы, связанные с корпоративными реорганизациями, и сфокусироваться на текущей деятельности. В принципе, это логично: если мы собираемся использовать прибыль на акцию для оценки перспектив компании, то нужно смотреть именно на ту деятельность, которая служит основным источником доходов. К тому же биржевые аналитики умеют довольно точно прогнозировать операционную прибыль, тогда как насчет списаний, резервов и других подобных вещей могут только строить догадки. Хотя сама концепция замечательна, ее применение на практике сопряжено с изрядной путаницей. На данный момент нет общепринятого стандартного определения операционной прибыли, и даже нет единодушного мнения по поводу данных за прошлые периоды, не говоря уже о прогнозных данных на ближайшее будущее.

Поскольку основные различия между прибылью (или «объявленной прибылью», как ее иногда называют) и скорректированной или операционной прибылью приходится на необычные расходы и списания, объявленная прибыль обычно бывает меньше операционной. Другими словами, если биржевой аналитик или сотрудник по связям с инвесторами хочет представить в выгодном свете акции какой-либо компании, использование операционной прибыли — хороший способ повысить показатель, по которому судят о текущем и будущем положении компании. О степени «загрязненности» операционной прибыли

можно судить по историческим данным — часто они совершенно не согласуются с операционной прибылью за последний год. Но если компания пересматривает исторические данные, то сравнивать становится не с чем. Применение концепции операционной прибыли на практике далеко от совершенства, вот почему инвесторам следует быть осторожными. И требуется двойная осторожность, если результаты сравнения конкретной компании с другими компаниями или с индексами слишком хороши, чтобы быть правдой.

На что еще нужно обращать внимание при использовании прибыли на акцию — на основании каких данных она определена, фактических или прогнозных. Поскольку выбор акций по большому счету основан на прогнозировании того, как компания-эмитент будет работать в будущем, логично смотреть не на исторические данные, а на прогнозы аналитиков относительно ожидаемой прибыли. Более того, никто не хочет принимать решения исходя из старой информации, поэтому, если вы смотрите на этот показатель в середине года, скорее всего, перед вами среднее значение, рассчитанное на основе фактической прибыли за первое полугодие и прогноза на второе полугодие. Обычно с течением времени прибыли растут, особенно если брать привлекательные акции, т.е. прибыли в 2000 г., скорее всего, будут выше, чем в 1999 г. Это значит, что коэффициент «цена/прибыль», основанный на фактической прибыли за 1999 г., будет выше (из-за меньшей величины прибыли), чем коэффициент, рассчитанный на основе прогнозной прибыли на 2000 г. Более низкое значение коэффициента «цена/прибыль» на 2000 г. делает акции более привлекательными.

Чтобы рассчитать прибыль на акцию, нужно разделить сумму годовой прибыли компании в долларах на количество выпущенных акций. Это не так просто, как кажется. Принято рассчитывать два показателя: базовую и разводненную прибыль на акцию. Базовая прибыль на акцию может быть равна или меньше разводненной прибыли. Дело в том, что первый показатель учитывает только обыкновенные акции, фактически находящиеся в обращении, тогда как показатель разводненной прибыли учитывает возможность увеличения количества акций в результате исполнения фондовых опционов сотрудников, конвертации других ценных бумаг, таких как конвертируемые облигации, а также за счет акций в собственности компании. Индексы Standard & Poor's используют базовое количество акций, которое чаще всего берется за основу при расчете прибыли на акцию. Можно решить, что подсчитать реальное количество акций не слишком сложно, однако это не всегда так. Количество акций в обращении меняется в широких пределах, когда компании выпускают новые акции под фондовые опционы сотрудников или когда осуществляются определенные финансовые корректировки. Такие изменения редко планируются заранее, но обязательно регистрируются в Комиссии по ценным бумагам и биржам. Дело осложняется тем, что за исключением случаев дробления информация об изменении количества акций не получает широкого распространения. В результате разные источники данных могут давать разные сведения о количестве акций в обращении.

При использовании прибыли на акцию вы должны понимать, что нет правильных и неправильных методов расчета, но нужно четко знать, о каком именно показателе идет речь. Ловушки кроются в смешивании прогнозной и фактической прибыли, а также объявленной и операционной прибыли.

### **Коэффициент «цена/прибыль»**

Коэффициент «цена/прибыль» — финансовый показатель, на который чаще всего ссылаются при оценке любой компании. При покупке акции вы покупаете долю в будущих прибылях. Коэффициент «цена/прибыль» показывает, сколько вы платите за \$1 прибыли. Когда акция популярна и все хотят ее купить, инвесторы готовы платить за доллар прибыли больше, и коэффициент «цена/прибыль» растет. Не признанные рынком акции стоимости имеют более низкие коэффициенты «цена/прибыль», и мечта любого инвестора — купить такие акции, прежде чем они станут популярными. Если руководство компании оказывается эффективным и быстрыми темпами увеличивает прибыли, купленный вами \$1 сегодняшней (или ожидаемой в этом году) прибыли может вырасти до \$1,20 в следующем году или до \$1,42 еще год спустя. Акции с быстро растущими прибылями имеют более высокие коэффициенты «цена/прибыль». Раньше существовало эмпирическое правило, согласно которому темпы роста прибыли должны превышать коэффициент «цена/прибыль». Однако бурно растущий рынок второй половины 1990-х гг. изменил многие старые правила. Тем не менее коэффициент «цена/прибыль» по-прежнему остается лучшим критерием для сравнения акций.

Как узнать, занижен или завышен коэффициент «цена/прибыль» равный 25? Зимой +10 °C — это тепло, а летом +10 °C — холодно. Самый простой способ — сравнить коэффициент «цена/прибыль» с ориентиром в виде индекса. Начните с широкого рынка, представленного индексом S&P 500. Для S&P 500 за все время его существования значение коэффициента «цена/прибыль» варьировалось от 8–9 до 30. Обратите внимание на то, что до конца 1990-х гг. верхняя планка не поднималась выше 20. На рис. 3-1 в части I показана динамика коэффициента «цена/прибыль» с начала 1970-х гг. Глядя на текущее значение коэффициента для S&P 500, которое приближается к 30, не нужно делать поспешных выводов, будто любая акция с коэффициентом ниже 25 недооценена, а любая акция с коэффициентом выше 25 переоценена. Дело в том, что разные отрасли и секторы имеют свои особенности, которые отражаются в коэффициенте «цена/прибыль».

Нередко рассчитывают относительный коэффициент «цена/прибыль». На деле это просто коэффициент рассматриваемой акции, деленный на коэффициент S&P 500. Если коэффициент S&P 500 равен 25, а акция торгуется с коэффициентом 40, ее относительный коэффициент «цена/прибыль» равен 40/25 или 1,6.

После сравнения коэффициента «цена/прибыль» интересующей вас акции с широким рынком можно сравнить его с индексом конкретного сектора или отрасли. Технологические акции, как правило, относятся к категории быстрорастущих и популярных и характеризуются высокими коэффициентами «цена/прибыль». Для некоторых циклических отраслей и компаний старой экономики характерны более низкие коэффициенты, поэтому их акции кажутся дешевыми, хотя на деле это не так. Если акция имеет более низкий коэффициент по сравнению со своей отраслью или сектором, зачислите дополнительные очки в ее пользу.

Поскольку коэффициент «цена/прибыль» меняется во времени, инвесторы часто смотрят на динамику его годовых изменений. Кроме того, коэффициент «цена/прибыль» широкого рынка позволяет им оценить, насколько дешевым или дорогим является сегодняшний рынок. Кто-то может сказать, что в периоды низкой инфляции и умеренных процентных ставок значение коэффициента для S&P 500 обычно не превышает 20, поэтому коэффициент ниже этого уровня служит сигналом к покупке. Но здесь важно убедиться, что вы сравниваете яблоки с яблоками — т. е. коэффициенты, рассчитанные на основе одного и того же вида прибыли. За исключением нескольких специализированных баз данных никто не хранит старых прогнозов. (Это может подмочить репутацию тех, кто их делает.) Поэтому все коэффициенты «цена/прибыль» за прошлые периоды рассчитаны на основе фактических прибылей, а не чьих-то оптимистичных прогнозов. Таким образом, если для сравнения брать прошлые значения коэффициента, то на их фоне коэффициент, рассчитанный на основе текущих или ожидаемых прибылей, будет казаться ниже, что делает акции более привлекательными, чем они есть на самом деле.

## Темпы роста прибылей

Прибыли сегодня — это хорошо, более высокие прибыли завтра — еще лучше. Если на то пошло, стоимость акций определяется не столько текущими, сколько ожидаемыми будущими прибылями. Когда вы смотрите на рост прибылей как на критерий отбора акций, вам нужно ответить на два ключевых вопроса. Во-первых, как выглядит ожидаемый темп роста прибылей интересующей вас компании по сравнению с другими компаниями, и, во-вторых, отражается ли он в цене. В данном случае лучше использовать для сравнения не индекс широкого рынка, такой как S&P 500, а специализированный индекс, характеризующий конкретную отрасль и включающий интересующие вас акции. Сравнение ожидаемых темпов роста прибылей производителя компьютеров и автопроизводителя имеет меньше смысла, чем сравнение одной компьютерной компании с другими компьютерными компаниями, которые работают в сходной конкурентной и экономической среде. Таким образом, первый шаг — сравнить прогнозный рост прибыли на акцию для рассматриваемой компании с прогнозом для отраслевого индекса или отдельных компаний в отраслевом индексе.

Параллельно необходимо сопоставить коэффициенты «цена/прибыль» компаний в одной отрасли. Более высокие темпы роста прибыли, как правило, означают более высокий коэффициент «цена/прибыль». Предположим, вы находите акции с низким коэффициентом «цена/прибыль» при примерно таком же ожидаемом росте прибылей. На первый взгляд это кажется хорошей покупкой, потому что здесь доллар прибыли стоит дешевле, чем у других акций. Но не спешите с выводами. Обязательно посмотрите на недавнюю историю компании-эмитента, устойчивость динамики роста прибылей, ее текущий размер, возможно, даже на кредитное качество компании, если имеется рейтинг облигаций. Для активно торгуемых компаний, к которым безусловно относятся все компании из S&P 500, имеется вся необходимая информация плюс целая армия наблюдающих за ними экспертов и аналитиков. Это значит, что несоответствие двух показателей может сигнализировать либо о скрытой стоимости, либо о скрытой негативной информации, такой как серия разочаровывающих отчетов о прибылях в прошлом, которая отрицательно сказывается на текущей цене и коэффициенте «цена/прибыль».

Прогнозы темпов роста прибылей для индекса S&P 500 и для многих компаний можно найти в Интернете. На сайтах многочисленных брокерских фирм, поставщиков финансовой информации и таких компаний, как Yahoo!, выложена самая разная информация. Однако, имея дело с прогнозами, нужно быть очень осторожным. Когда за компанией наблюдает 30–40 аналитиков, как в случае IBM, Microsoft или GE, не страшно, если один из них забудет обновить свои оценки или выскажет мнение, существенно расходящееся с остальными. Но когда аналитиков всего три или четыре, одно мнение может быть критическим. Если вы используете прогнозные оценки прибылей из Интернета или с «Уолл-стрит», обязательно проверьте, кому они принадлежат и когда были составлены. Еще лучше — что, к сожалению, нереально для многих инвесторов — получить финансовую отчетность компании, составить собственные прогнозы и затем сравнить их с консенсусным прогнозом аналитиков. Короче говоря, если вы вдруг натолкнетесь на акции с высокими ожидаемыми темпами роста прибылей и относительно низким коэффициентом «цена/прибыль», обязательно докопайтесь до причины, по которой рынок упорно игнорирует многообещающие прогнозы.

### **Коэффициент «цена / рост прибыли»**

В 1990-е гг., когда фондовый рынок стал стремительно набирать обороты, цены акций и коэффициенты «цена/прибыль» взлетели до уровней, которые раньше считались опасными. Если одни утверждают, что эти уровни остаются опасными несмотря ни на что, то другие пытаются найти новые подходы, позволяющие цифрам выглядеть не столь радикально. В процессе поисков появилась идея сравнения коэффициента «цена/прибыль» с ожидаемыми темпами роста прибылей, для чего в оборот был введен коэффициент «цена/

рост прибыли» (PEG ratio). Старое эмпирическое правило, авторство которого приписывается Питеру Линчу, легендарному управляющему фондом Fidelity Magellan Fund, гласит, что нужно искать акции с коэффициентом «цена/прибыль» ниже ожидаемых темпов роста прибылей. Найти такие акции на бычьем рынке 1990-х гг. было очень трудно. Поэтому аналитики начали рассчитывать отношение коэффициента «цена/прибыль» к прогнозируемым темпам роста прибылей и постепенно расширили границы приемлемых величин. При старом подходе верхней границей безопасности для покупки акций считался коэффициент «цена / рост прибыли» равный 1,0. Теперь нередко можно встретить коэффициенты 1,5, 2 и даже выше. Другими словами, эмпирический метод с жесткими ограничениями — коэффициент «цена / рост прибыли» равный 1,0 — стал гибким.

Если на сегодняшнем фондовом рынке нет места для абсолютных величин, давайте по крайней мере опираться на относительные. Коэффициент «цена/рост прибыли» интересующей вас акции можно сравнить с его средним значением для рынка через индекс S&P 500 или со средним значением для конкретного сектора или отрасли через секторный или отраслевой индекс. Коэффициент «цена / рост прибыли» для рынка показывает, насколько инвесторы уверены в текущем уровне цен и консенсусном прогнозе аналитиков по росту прибылей. Падение коэффициента с 1,5 до 1 можно рассматривать как свидетельство того, что инвесторы обеспокоены высокими коэффициентами «цена / прибыль» или уровнем оптимизма, заложенным в прогнозы прибыли. То же самое можно сказать и в отношении конкретного сектора или отрасли. Если вы видите акции с коэффициентом «цена / рост прибыли» намного выше, чем у сектора или отрасли, вам нужно найти дополнительное обоснование для покупки этих акций помимо ожидаемого высокого роста прибылей. Рост прибылей уже включен в коэффициент «цена / рост прибыли». Если акция с высоким коэффициентом «цена/прибыль» имеет очень хорошие прогнозы по темпам роста прибылей, то приемлемый коэффициент «цена / рост прибыли» может спасти ее от включения в разряд неинтересных.

## **Коэффициент «цена / балансовая стоимость»**

Мы уже встречались с коэффициентом «цена/балансовая стоимость», когда обсуждали деление акций на категории роста и стоимости в индексах Standard & Poor's. Помимо применения в трехфакторной модели и классификации по росту и стоимости, этот показатель в последнее время потерял значительную долю прежней популярности. Как и у многих других коэффициентов, у него есть свои бухгалтерские ловушки. Некоторые базы данных определяют балансовую стоимость на основе только материальных или реальных активов, которыми владеет компания, тогда как другие включают некоторые нематериальные активы, например *гудвилл*. Под реальными или материальными активами подразумеваются земля, здания, оборудование, офисы, товарно-

материальные запасы и другие вещи, которые можно увидеть и потрогать, иными словами, активы, которые могут быть проданы в случае банкротства компании. О том, можно ли их будет продать по цене, близкой к балансовой стоимости, речь не идет. В последние годы на передний план стали выходить другие виды активов. Один из ключевых — гудвилл. Предположим, компания «Поглотитель» покупает компанию «Объект» и платит по \$50 за акцию, хотя балансовая стоимость акции составляет всего \$12. Разница в \$38 на акцию называется гудвиллом. Без этого понятия бухгалтерам компании «Поглотитель» сложно объяснить, почему они заплатили \$50 за актив стоимостью \$12. Гудвилл становится нематериальным активом. (Кажется, он обретает материальность только под рукой бухгалтеров.) Со временем гудвилл исчезает — амортизируется в целях бухучета обычно в течение 40 лет.

В большинстве сделок поглощения цена, которую платят за поглощаемую компанию, намного превышает стоимость зданий и имеющихся товарно-материальных запасов. Основную стоимость компании составляет ее бизнес, ее деловая репутация и клиентура. Поэтому при поглощениях часто фигурируют огромные суммы, классифицируемые как гудвилл. А это, учитывая высокую активность в сфере слияний и поглощений в последние два десятилетия, означает, что сегодня везде очень значителен гудвилл и очень много нематериальных активов. Использование неправильного определения балансовой стоимости может привести к неожиданным результатам.

Помимо путаницы с определениями есть еще и проблема общего характера, связанная с балансовой стоимостью. Когда на Уолл-стрит преобладали акции промышленных гигантов с огромными производственными мощностями, балансовая стоимость была значимым показателем. Сегодня, когда стоимость компаний все в большей степени зависит от стоимости их бизнеса — деловой репутации и отношений с клиентами, — понятие балансовой стоимости теряет смысл. Тем не менее сопоставление коэффициентов «цена / балансовая стоимость» компаний одной отрасли при помощи индекса может дать представление о том, какая стоимость акций отражена в бухгалтерском балансе и какова она по мнению рынка.

Если все компании в отрасли имеют коэффициент «цена / балансовая стоимость» 8 к 1, свидетельствующий о том, что семь восьмых стоимости существуют в представлениях рынка, а не в балансе, то отношение 8 к 1 у рассматриваемой вами компании не будет выглядеть слишком пугающим. Но на фоне среднеотраслевого отношения 5 к 1 уровень 8 к 1 может выглядеть завышенным.

## **Коэффициент «цена/выручка»**

Коэффициент «цена/выручка» то входит в моду в финансовых и инвестиционных кругах, то выходит из нее. Когда он в моде, все говорят о нем как о последнем великом открытии. В другие времена на него, кажется, никто не



обращает внимания. Среди последних пропагандистов этого мультипликатора был Джеймс О'Шонесси, который провел исследование, чтобы протестировать эффективность различных финансовых коэффициентов при выборе акций. В этих тестах коэффициент «цена/выручка» показал наилучшие результаты<sup>39</sup>.

Это верно лишь в том случае, когда проводится сравнение с компаниями в том же секторе или отрасли. То, что подразумевается под выручкой, может широко варьироваться в зависимости от сектора или отрасли. Низкие значения коэффициента «цена/выручка» предпочтительнее высоких. Фактически этот коэффициент указывает на то, сколько вы платите за каждый доллар выручки: в этом отношении он похож на коэффициент «цена/прибыль». Для каждого сектора характерен свой диапазон значений этого показателя. Например, в секторе здравоохранения или технологическом секторе коэффициент для индексов равен 4–5. В других секторах, таких как потребительские товары длительного пользования, значение коэффициента не превышает единицы. Можно рассчитать отношение «цена/выручка» к ожидаемому росту продаж по аналогии с коэффициентом «цена / рост прибыли». Но я не видел, чтобы кто-то делал это, возможно, потому что коэффициентом «цена/выручка» не пользуются так широко.

Поскольку некоторые отрасли и секторы имеют очень разные определения выручки, коэффициент «цена/выручка» иногда вообще не рассчитывается. В финансовом секторе банки очень редко приводят показатель, сопоставимый с понятием выручки или доходов в промышленном секторе. В результате трудно говорить об универсальной применимости этого коэффициента. Однако если использовать его как критерий для сравнения компаний в рамках одного сектора или отрасли, он может послужить источником полезной информации.

## **Дивидендная доходность**

Были времена, когда компания, желающая иметь хорошую репутацию, платила высокие дивиденды. К сожалению, они канули в прошлое. Сегодня даже самые известные и успешные компании, голубые фишки, могут не платить дивидендов. И корпоративная политика выплаты дивидендов, и методы использования информации по дивидендам финансовыми аналитиками претерпели существенные изменения. Тем не менее дивидендная доходность по-прежнему рассчитывается и отслеживается. Дивидендная доходность определяется как отношение величины указанного годового дивиденда на акцию к цене акции. Под *указанным годовым дивидендом* понимается сумма дивидендов, которая будет выплачена компанией, если она не изменит свои дивиденды между текущим моментом и концом года.

Подходы компаний меняются. Хотя снижение или невыплата дивидендов по-прежнему толкают цену акций вниз, сегодня компании гораздо меньше

заботятся о том, чтобы поддерживать устойчивый коэффициент выплаты — отношение дивиденда к прибыли на акцию. На протяжении последнего десятилетия коэффициент выплаты по S&P 500 медленно, но верно полз вниз. Входящие в индекс компании уменьшают долю прибыли, идущую на выплаты акционерам, и больше реинвестируют в свой бизнес. Судя по высокой доходности, показанной за этот период индексом, компании делают правильный выбор. Вложенные в компанию средства позволяют заработать больше, чем многие другие варианты инвестирования.

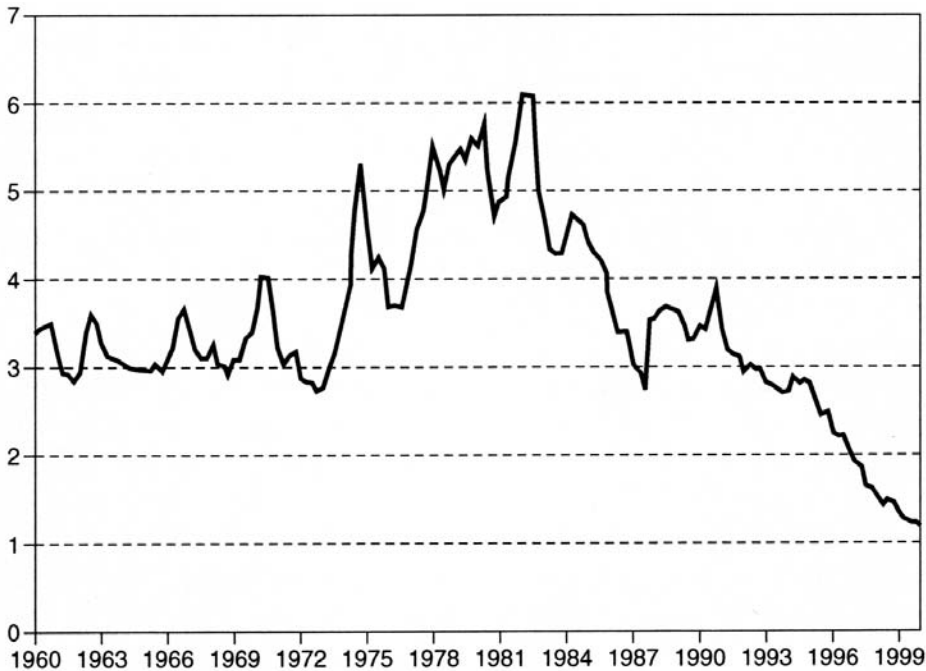
Дивиденды несут акционерам и радость, и огорчение. Всем нравится получать по почте чеки, но никому не нравится платить налоги на дивиденды. Как давно доказали академические исследования, компании могут более эффективно использовать средства, которые сегодня выплачиваются в качестве дивидендов, — а именно, направить их на выкуп собственных акций на открытом рынке. Выкуп способствует поддержанию цены акций и дает акционерам возможность заработать на продаже части своих акций компании. Конечно, если акционер не хочет продавать акции, он может держать их и дальше. Доход от продажи акций облагается налогом на прирост капитала, а не подоходным налогом. В последние годы все больше компаний признают разумность этих аргументов и объявляют о начале программ выкупа акций, а не об увеличении дивидендов.

Опирайтесь на такие программы как на критерий для отбора акций довольно сложно. Во-первых, ни для одного из индексов нет широкодоступных данных по выкупу акций, которые можно было бы использовать в качестве ориентира. Не накоплено и достаточного опыта по определению масштабов программы выкупа. Можно сравнить объем средств, выделенных на выкуп, с объемом средств, направленных на выплату дивидендов, но тут есть проблемы. Многие программы выкупа еще не завершены, а те, что завершены, часто не приводят к реальному уменьшению количества находящихся в обращении акций.

Если изучаемая вами компания работает в отрасли, где принято платить дивиденды, то сравнение дивидендной доходности акции и секторного или рыночного индекса может оказаться полезным. В некоторых секторах, например в технологическом, проводить такие сравнения не имеет смысла. Там, где выплачиваются дивиденды, более высокая дивидендная доходность — большие суммы выплат при относительно меньшей цене акций — является предпочтительной. Однако необычайно высокая дивидендная доходность может сигнализировать о том, что компания планирует либо сократить, либо полностью отказаться от выплаты дивидендов. Цена часто отражает слухи о грядущем сокращении дивидендов прежде, чем это произойдет на самом деле, и предупреждает о возможности дальнейшего падения после того, как новость станет официально известной.

На дивидендную доходность часто ссылаются как на ключевой рыночный показатель, который сигнализирует о грядущем обвале рынка. До середины 1950-х гг. дивидендная доходность акций, измеряемая по индексу S&P Com-

posite, была выше, чем доходность облигаций. Воспоминания о крахе 1929 г. были еще свежи в памяти инвесторов, которые считали акции рискованными инструментами и требовали высокую премию за риск. Но впоследствии инвесторы увидели потенциал роста дивидендов, и тенденция изменилась. До некоторой степени эти изменения продолжают до сих пор. На рис. 16-1 показана динамика дивидендной доходности индекса S&P 500. Как видите, со временем «опасная точка» — уровень дивидендной доходности, сигнализирующий о том, что рынок стоит на грани краха, — снизилась с 3% до 2%.



**Рис. 16-1.** Динамика дивидендной доходности индекса S&P 500 с 1960 по 1999 г.

## Инерция и относительная сила

Показатели, которые мы обсуждали до настоящего момента, характеризуют акции с финансовой точки зрения и позволяют сравнить их со средними значениями по рынку или конкретному сегменту рынка. Но стоимость акции зависит не только от ее финансовых показателей, но и от популярности среди инвесторов. О популярности обычно судят по тому, как торгуется акция на рынке, быстрее или медленнее растет она по сравнению с другими акциями. Для оценки отдельных акций и рынка в целом используется два показателя — инерция и относительная сила.

*Инерция* относится к прошлой динамике акций. Как показывают исследования, на отрезках в несколько месяцев акциям свойственно сохранять

движение в одном направлении. Это значит, что акции, которые росли, вероятнее всего продолжат расти в краткосрочной перспективе, а те, которые падали, продолжат падать.

С другой стороны есть данные о том, что на отрезках в несколько лет акции демонстрируют тенденцию *возврата к среднему*, т. е. возвращаются к своим средним значениям после достижения крайних точек. Если интересующая вас акция выросла на 15% за три месяца, то кажется, что она находится на сильном восходящем тренде, который может продолжиться и дальше. Но если за тот же период рынок в целом вырос на 20%, эта акция выглядит отстающей и, следовательно, не очень привлекательной. То же самое можно сказать в отношении отдельного сектора или отрасли. Даже если акция опередила широкий рынок, она все же может отставать от других акций в своей отраслевой группе, если прирост отраслевого индекса составил более 15%.

Для сравнения результативности акции с индексом используется специальный показатель — *относительная сила*. Чтобы узнать относительную силу акции по сравнению с S&P 500, нужно взять цены акции и значения индекса за определенный период и поделить цену на значение индекса. Затем нужно найти отношение полученного ряда значений для каждого дня (или недели) к значению для первого дня. Относительная сила первого дня принимается за 1. Если полученное отношение больше единицы, значит акция сильнее индекса и в процентном выражении растет быстрее него. Отношение меньше единицы свидетельствует о слабости акции относительно рынка и отставании в росте. Можно провести аналогичные расчеты для сопоставления результативности секторного индекса с широким рынком. Если у вас нет времени или желания проводить подобные расчеты, можно взять газету, например *Investor's Business Daily*, которая снабжает информацией инвесторов, занимающихся техническим анализом, или найти сайт в Интернете, который предлагает готовые результаты расчетов.

И инерция, и относительная сила дают представление о том, как торгуется интересующая вас акция. Ни тот, ни другой показатель не позволяет спрогнозировать, как она покажет себя в будущем. Но если вы смотрите на акцию роста — акцию, в отношении которой все ожидают высокого роста, и такие ожидания толкают цены вверх, — вас должен насторожить тот факт, что относительная сила и инерция сигнализируют о ее невысокой популярности среди инвесторов. Аналогично, если технические показатели кажутся очень сильными, но вы считаете, что это акция стоимости, недооцененная рынком, постарайтесь разобраться, почему она пользуется такой популярностью.

## **Совокупная доходность**

Наконец, вам нужно сравнить такой показатель, как совокупная доходность. Для индексов и взаимных фондов принято рассчитывать совокупную доход-

ность, которую получает инвестор до вычета налогов и торговых издержек. *Совокупная доходность* означает, что все дивиденды, доходы и приросты капитала реинвестируются в фонд или индекс в момент получения. Чтобы достичь таких же результатов, инвестор должен поручить управляющей компании автоматически реинвестировать все выплаты.

Немногие инвесторы управляют своими портфелями акций таким образом, т. е. они редко немедленно реинвестируют полученный доход в свой портфель, распределяя его по всем видам активов. Кроме того, многие инвесторы платят налоги и часто корректируют планы по покупке и продаже бумаг таким образом, чтобы уменьшить налоговые обязательства. Но даже если не управлять портфелем в точном соответствии с процедурой расчета совокупной доходности S&P 500, полезно время от времени сравнивать его результаты с результатами индекса. Как было сказано в начале части III, большинство активно управляемых взаимных фондов проигрывает по доходности индексу S&P 500 по итогам большинства годовых периодов. Как бы дерзко это ни звучало, многим инвесторам тоже следует сопоставлять свои результаты с индексом. Если доходность вашего инвестиционного портфеля хронически отстает от индекса, возможно, вам стоит меньше заниматься выбором акций и вложить больше средств в индексный фонд. Конечно, самостоятельно формировать портфель и управлять им гораздо увлекательнее, чем вкладывать деньги в индекс, но сравнение с индексом позволит вам увидеть, во что вам реально обходится это развлечение. Также можно сравнить волатильность и риск вашего портфеля с волатильностью S&P 500.

## **Ориентиры, валюты и другие аспекты**

В большинстве подходов к инвестиционному анализу необходимо найти сходные компании и затем провести сравнение. Показатели, относительно которых оценивается результативность исследуемой компании, называются *ориентирами*. Индексы — хороший ориентир. Возьмите индекс широкого рынка, например S&P 500, S&P MidCap 400 или S&P SmallCap 600, который подразделяется на секторы и отраслевые группы. Поиск лучше начинать со списка компаний, которые относятся к той же отраслевой группе, что и объект ваших исследований.

Несмотря на то, что инвестирование сегодня активно выходит на международную арену, тренды и стоимость часто носят локальный характер. При исследовании иностранных компаний вы можете столкнуться со специфическими ловушками. Прежде всего, анализ должен проводиться в национальной валюте вашей страны. Компания может выглядеть чудесно в евро, но быть разочарованием в долларах, если курс евро снижается относительно доллара. Также будьте осторожны и не рассматривайте низкий коэффициент «цена/прибыль» относительно S&P 500 как сигнал к покупке — компания может иметь астрономический коэффициент «цена/прибыль» на своем на-

циональном рынке, если там существуют другие условия. В целом, любые сравнения компании с рынком, секторными и отраслевыми индексами и другими компаниями должны проводиться на том рынке, на который приходится основной объем торговли ее акциями, а ожидаемые доходности следует перевести в доллары, чтобы узнать, не угрожают ли валютные рынки вашим с трудом заработанным прибылям.

В таблице 6-1 приведены основные моменты, связанные с использованием количественных показателей для выбора акций и их сравнения с индексами. Во всех этих случаях указанные показатели служат не более чем отправными точками в процессе выбора акций для инвестиций. Не следует

Таблица 16-1

**Инвестиционные критерии и индексы-ориентиры**

Критерий	Индекс-ориентир	Принцип	Примечания
Коэффициент «цена/прибыль»	S&P 500, затем секторный индекс	Низкое значение предпочтительнее	
Рост прибыли	Секторный или отраслевой индекс	Чем выше темпы, тем лучше	Если другая акция имеет более высокие темпы роста прибыли, почему бы не купить ее?
Коэффициент «цена/рост прибыли»	Секторный или отраслевой индекс	Низкое значение предпочтительнее	Выше 3 — опасная область
Коэффициент «цена/балансовая стоимость»	Рыночный или секторный индекс	Низкое значение предпочтительнее	Показывает, к какой категории ближе акция — роста или стоимости
Коэффициент «цена/выручка»	Секторный или отраслевой индекс	Низкое значение предпочтительнее	Общерыночные показатели бесполезны
Дивидендная доходность	Секторный и рыночный индекс	Высокое значение предпочтительнее	Будьте осторожны, если значение слишком высокое
Инерция	Сначала секторный индекс	Недавние приросты предпочтительны	Всего лишь тест на популярность
Относительная сила	S&P 500	Выше единицы	Еще один тест на популярность
Совокупная доходность	S&P 500	Чем выше, тем лучше	Можете ли вы переиграть рынок?

ограничиваться перечнем сухих цифр. Изучите годовой отчет компании, чтобы получить представление о том, имеют ли смысл обещания руководства и знает ли оно, что делает. Поищите другую информацию о бизнесе компании и перспективах отрасли. Намного легче найти акции-победители в динамично развивающихся отраслях, а не в стоячих водах. После того как вы купите акции, регулярно проверяйте их. Смотрите, растут ли они, опережают ли свою отрасль, сектор и рынок в целом.





## Глава 17



# Перспективы рынка

**В** нескольких предыдущих главах мы обсудили, как использовать индексы для оценки акций, которые вы рассматриваете в качестве объектов для вложений. Были рассмотрены уроки, которые можно извлечь из успехов индексных фондов, веяния на фондовом рынке — включая покупку акций из индексов — и способы использования индексов в качестве ориентиров для сравнения фундаментальных показателей акций. Однако одним из ключевых факторов, определяющим результативность отдельной акции, является результативность фондового рынка в целом. Акции обычно движутся согласованно. Когда рынок растет, растет и большинство акций, а когда рынок падает, большинство акций падает. Вот почему инвестору необходимо иметь представление о том, как чувствует себя фондовый рынок сегодня и что его может ждать завтра. В этой главе мы распространим некоторые критерии оценки на основе индексов на весь фондовый рынок. О фондовом рынке написано много хороших книг, поэтому не нужно надеяться на то, что одна-единственная глава раскроет некую абсолютную истину. Она может дать более глубокое понимание рынка и набора инструментов, помогающих решить, о чем стоит беспокоиться больше — о том, что можно потерять деньги, если купить прямо сейчас, или о том, что можно упустить шанс покупки на дне.

Есть две основные группы сил, воздействующих на фондовый рынок. Одна из них связана с экономикой: насколько эффективно может быть использован капитал, представленный акциями, капитал, привлеченный на фондовом рынке и вложенный в дело в существующих экономических условиях. Эти силы можно измерить, оценить и связать с тем, что происходит в экономике. Обычно их называют фундаментальными факторами. В основе анализа фундаментальных факторов лежит оценка стоимости и добавленной стоимости акций на рынке и попытка спрогнозировать стоимость при по-

мощи экономических и финансовых данных. Один из главных принципов фундаментального анализа гласит, что стоимость любого актива равна приведенной стоимости будущих генерируемых им доходов. Эта и другие концепции, которые мы обсудим в этой главе и свяжем с индексами, формируют фундамент современной финансовой и экономической науки. Но не все так просто: фондовый рынок колеблется гораздо сильнее, чем можно объяснить одними изменениями в фундаментальных факторах<sup>40</sup>.

Флуктуации подводят нас ко второй группе сил, оказывающих влияние на фондовый рынок, — психологии масс, наиболее распространенным заблуждениям и безумствам толпы<sup>41</sup>. *Рыночная психология*, категория «прочее», включающая в себя все движения рынка, которые нельзя объяснить экономическими факторами, способна поднять рынок акций до фантастических высот и обрушить до не менее фантастических глубин всего за один день. И фундаментальные факторы, и психологию рынка можно отслеживать и оценивать при помощи фондовых индексов. К сожалению, ни то, ни другое нельзя спрогнозировать с абсолютной точностью.

## **Фундаментальные факторы и стоимость**

Важнейшая концепция, лежащая в основе определения фундаментальной стоимости инструментов на фондовом рынке, гласит, что стоимость акции равна приведенной стоимости будущих дивидендов. Если на то пошло, есть всего три причины для покупки акций — дивидендный доход, который вы можете получить, надежда на то, что вы сможете продать акцию дороже, чем купили, и возможность похвастаться перед друзьями, что вы знали, куда вкладывать деньги. Первые две причины относятся к категории фундаментальных, возможность похвастаться — к категории рыночной психологии. Доллар сегодня стоит дороже, чем доллар через год. Почему? Если у вас есть доллар сегодня, его можно вложить и получить доход. Зачем ждать до следующего года? Или его можно потратить и в течение года пользоваться тем, что на него куплено. Если вас не привлекает ни тот, ни другой вариант, подумайте о том, что доллар сегодня — верное дело, тогда как доллар через год сопряжен с риском, что его можно не получить или что инфляция или иные экономические потрясения сделают его дешевле, чем вы ожидали. Если сегодняшний доллар имеет для вас ту же стоимость, что и \$1,08 через год, значит в вашем случае ставка дисконтирования равна 8%. Проще говоря, только доходность в 8% (а лучше — выше) может заставить вас ждать до следующего года, вместо того чтобы забрать деньги сейчас.

Обычно при финансовом анализе исходят из того, что ставка дисконтирования является постоянной независимо от количества лет. Если она равна 8% годовых, это говорит о том, что указанные 8% нарастают в течение заданного количества лет. Хотя 8% кажутся небольшой величиной, сложный процент дает весомый результат. Один доллар в этом году эквивалентен \$2,16

через 10 лет<sup>42</sup>. Или, если взглянуть на ситуацию под другим углом, доллар, полученный через 10 лет, сегодня стоит не больше 46 центов, исходя из ставки дисконтирования 8%. Чем больше во времени отодвигается получение дохода, тем меньше он стоит сейчас. Доллар, который будет получен через 80 лет при 8%-ной ставке дисконтирования, сегодня стоит примерно один цент. Таким образом, один из подходов к определению стоимости акции — дисконтировать все будущие денежные поступления по этой акции и сложить полученные результаты.

Вторая часть головоломки — денежные поступления. Под денежными поступлениями понимаются дивиденды. Многие компании выплачивают дивиденды, хотя некоторые — нет. Это не значит, что акции, по которым не платятся дивиденды, ничего не стоят. Просто это говорит о том, что фундаментальная стоимость этих акций может быть основана на ожидаемой будущей цене продажи. Разумеется, в конце концов инвесторы будут оценивать стоимость этой бумаги исходя из ее дивидендов, поскольку именно ожидания дивидендов наделяют акцию реальной стоимостью. Здесь можно пойти двумя путями: суммировать все денежные поступления на протяжении обозримого будущего, либо провести некоторое аналитическое уравнивание и получить гораздо более простую формулу. Чтобы узнать стоимость акции с постоянным размером дивидендов, нужно поделить величину дивиденда на ставку дисконтирования. Например, стоимость акции с дивидендом в размере \$5 равна  $\$5 / 0,08 = \$62,50$ . При ставке дисконтирования 4% стоимость будет равна \$125.

Конечно, никто не хочет покупать акцию, которая не растет. Если взять равномерные темпы роста дивидендов на уровне 5% при ставке дисконтирования 8%, можно либо дисконтировать годовые дивиденды на протяжении, скажем, 100 лет и суммировать полученные результаты, либо использовать математическую формулу и найти стоимость, которая составит \$166,67. Такой способ оценки стоимости акции принято называть моделью Гордона<sup>43</sup>. Конечно, фондовый рынок не зависит от вашего личного представления о ставке дисконтирования. На фондовом рынке все зависит от того, какая ставка дисконтирования действует в среднем по экономике. Если в существующих экономических условиях инвестиции могут стабильно приносить доходность 10%, тогда вы должны исходить из ставки 10%, поскольку именно столько могут заработать ваши деньги, вложенные в альтернативные инструменты.

И, наконец, прежде чем мы сможем применить вышесказанное к рынку, нужно рассмотреть еще один аспект. Что если дивиденды будут расти быстрее, чем ставка дисконтирования? Если применить модель Гордона, то мы получим отрицательную величину — абсурдный результат. Давайте разберемся, почему. Если дивиденды растут быстрее, чем то, что приносят вложения в экономику, значит дивиденды растут быстрее самой экономики. Безусловно, такое может случиться на коротких отрезках времени, но не может продолжаться бесконечно, потому что в этом случае дивиденды и акции поглотят

экономику. Если вам нужно оценить акцию, где ожидается высокий скачкообразный рост дивидендов в течение первых нескольких лет, а затем замедление темпов роста до нормальных, чуть ниже лучших устойчивых темпов роста в экономике, можно проводить расчеты для каждого года. Концепция выведения стоимости акции из приведенной стоимости будущих дивидендов называется моделью дисконтирования дивидендов (DDM). Для вышеописанной ситуации, когда высокие начальные темпы роста в последующие годы снижаются до уровня ставки дисконтирования и ниже, используется *двух-фазная модель*.

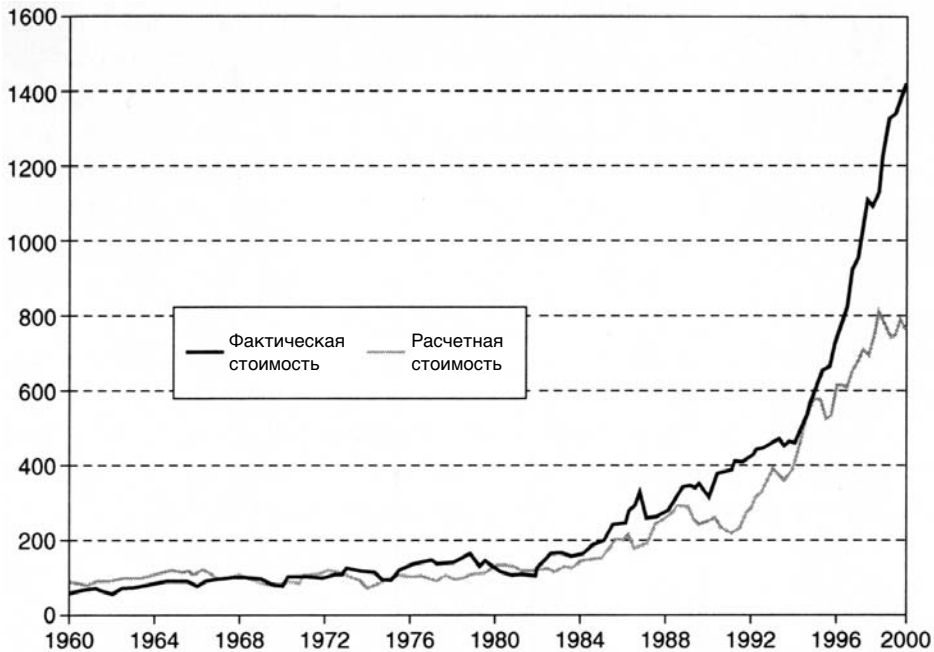
Модель дисконтирования дивидендов применяется не только к отдельным акциям, но и к фондовому рынку в целом. В качестве индикатора всего фондового рынка берется индекс S&P 500. Это удобно, поскольку S&P 500 является ориентиром для большинства инвестиционных менеджеров и поскольку накоплена обширная база данных по прибылям и дивидендам на акции в индексе за длительный период времени. В процессе вычислений индекс часто рассматривается как компания с акциями. Дивиденды рассчитываются как сумма долларов на акцию, где за цену акции берется значение индекса. Хотя принцип прост, сами расчеты являются довольно сложными. В главе 7, где обсуждалась тема построения индексов, мы говорили о применении коэффициента масштабирования, называемого делителем. Эта величина может быть принята за количество акций в обращении для расчета таких показателей на акцию, как прибыль и дивиденды. Она является основой для всех количественных финансовых показателей акций (например, балансовой стоимости на акцию в коэффициенте «цена / балансовая стоимость»), которые мы обсуждали выше.

Таким образом, если взять некоторые данные по S&P 500, темпы роста дивидендов и ставку дисконтирования, можно приблизительно подсчитать, сколько должен стоить S&P 500. Затем, сравнив полученный результат с ценой закрытия S&P 500, можно сказать, насколько выгодное или невыгодное предложение представляет собой фондовый рынок. К сожалению, на практике все не так просто. Предположения о будущих темпах роста дивидендов могут вызывать серьезные споры, как и прогнозы по поводу ожидаемой ставки дисконтирования. В число многочисленных участников споров о правильных величинах входит и ФРС. На фоне недавно возросшего интереса Алана Гринспена к фондовому рынку, неудивительно, что ФРС ищет свои подходы к анализу рынка. Мы можем позаимствовать у нее одну из самых простых моделей оценки, которая до недавнего времени давала хорошие результаты.

В модели ФРС за отправную точку берутся не дивиденды, а прибыли, а за ставку дисконтирования — доходность 10-летних казначейских облигаций. Несмотря на то, что правильным показателем являются все-таки дивиденды, на длительных промежутках времени они обычно составляют постоянную долю прибылей. К тому же если на уточнение прогнозов по прибылям аналитики тратят массу времени, то прогнозированию дивидендов уделяют

довольно мало внимания. Наконец, поскольку все больше компаний, входящих в S&P 500, вообще не платят дивидендов, такой показатель, как прибыли, более адекватно отражает ситуацию. Что касается ставки дисконтирования, то доходность 10-летних казначейских облигаций рассматривается в модели как минимальная доходность низкорисковых вложений на финансовом рынке. На рис. 17-1 приведены фактические значения S&P 500 за последние 40 лет и расчетные значения согласно модели ФРС. Как видите, в последние несколько лет наблюдается расхождение между оценками модели и фактическими значениями. На начало мая 2000 г. прогнозные прибыли на 2000 г. составляли примерно \$60 на акцию, а доходность 10-летних казначейских облигаций была порядка 6%, что дает значение индекса согласно модели ФРС на уровне 1000 пунктов, тогда как реальное значение находилось на уровне 1400 пунктов. Рынок кажется переоцененным на 40%. Или же, как мы постараемся доказать в следующем разделе, психологические факторы добавили 40% к фундаментальной стоимости рынка. Очевидное «расхождение» в 40% между тем, сколько должен стоить S&P 500 согласно модели ФРС, и его фактической стоимостью можно рассматривать либо как причину для отказа от использования данной модели, либо как серьезное основание для беспокойства по поводу чрезмерно высоких цен акций.

Посмотрите на участок графика, который соответствует 1987 г., когда произошел обвал фондового рынка. Анализируя события 1987 г., мы можем



**Рис. 17-1.** Фактическая стоимость индекса S&P 500 за период с 1960 по 2000 г. и стоимость индекса согласно модели ФРС

воспользоваться преимуществом ретроспективного взгляда (хотя некоторые продолжают утверждать, что не понимают, что все-таки произошло в октябре 1987 г., когда рынок за один день упал на 20%). Как видно на графике, цены акций росли с января по август 1987 г., оставив далеко позади фундаментальную стоимость, спрогнозированную моделью ФРС. Но затем прилив сменился отливом, сначала медленным, потом все более стремительным и безудержным. В конце года цены акций достигли уровней, с которых начинали, — близко к оценкам модели ФРС. Если исходить из того, что модель ФРС отражает действие фундаментальных рыночных факторов — дивидендов и процентных ставок, — значит любые отклонения от оценок ФРС должны рассматриваться как результат действия психологических факторов. Рыночная психология способна легко вознести рынок до фантастических высот, как и обрушить его до не менее фантастических глубин.

Существует множество других моделей рынка. Немногие могут сравниться по элегантности и простоте с моделью ФРС, и немногие используют всего два показателя и одну формулу. В отдельной рубрике в конце этой главы мы познакомимся с еще одной моделью рынка, которую я лично опробовал в различных условиях за последние несколько лет. Ее структура похожа на структуру модели ФРС, хотя она является чуть более универсальной и может быть построена на основе прибылей или дивидендов. В целом же ее результаты аналогичны результату модели ФРС: в настоящее время рынок акций значительно переоценен.

## Психология

Рыночная психология — вторая группа факторов, определяющих условия игры. Это вполне реальная сила, а не просто оправдание или удобное объяснение неточности моделей оценки фундаментальной стоимости. Прежде всего, если бы цены акций зависели только от дивидендов или комбинации дивидендов и процентных ставок, они не могли бы колебаться в столь широких пределах, которые мы видим на рынке. Как показывают исследования, проведенные за последние два десятилетия Робертом Шиллером и другими, одни только дивиденды не могут объяснить всех движений фондового рынка<sup>44</sup>. По-видимому, тут действуют и некие иные силы помимо небольших изменений процентных ставок или корректировок прибылей или дивидендов.

Именно психологические факторы являются главным источником сложности в прогнозировании рынка. Это способность расти и падать, непредсказуемо взлетать и рушиться, которая привлекает и озадачивает нас в фондовом рынке. Две концепции из области экономики и финансов — эффективность и арбитраж — объясняют некоторые из его ключевых аспектов. Большинство академических исследований описывают рынок как *эффективный* в том смысле, что рыночные цены уже отражают всю релевантную информацию, поэтому переиграть рынок невозможно. Действительно, учитывая

неизбежные торговые издержки, трудно сработать на том же уровне, что и рынок. Эффективность — очень сильный аргумент в пользу того, чтобы купить индексный фонд на базе индекса широкого рынка или ETF и посвятить освободившееся время более увлекательному занятию, чем выбор акций.

Эффективность может различаться по степени. Многие утверждают, что сегмент компаний высокой капитализации является эффективным, но среди компаний малой капитализации, за которыми не наблюдает армия аналитиков, можно найти скрытые самородки. Может быть, так оно и есть, однако индексы акций компаний малой капитализации стабильно переигрывают фонды акций компаний малой капитализации. Последнее время некоторым фондам малых компаний удавалось опережать индекс, но главным образом за счет того, что они стали держать часть средств в акциях компаний высокой капитализации. В конце 1990-х гг. сегмент крупных компаний рос гораздо быстрее сегмента малых компаний, поэтому эти «выбывающиеся из стиля» вложения помогли фондам существенно улучшить результаты. Другой вопрос о степени эффективности связан с тем, учтена на рынке инсайдерская информация или нет. Под инсайдерской информацией понимаются важные факты, которые пока не известны на рынке, такие как необъявленный план поглощения, предусматривающий тендер по выкупу акций публичной компании. Такого рода информация может двигать цены конкретных акций и, как только становится известной рынку, быстро отражается в них.

Арбитраж гарантирует эффективность рынков. *Арбитражем* называется одновременная покупка и продажа ценных бумаг на разных рынках, когда есть возможность получить безрисковый доход. (Не стоит путать это с «рисковым арбитражем», когда игра ведется на акциях компаний — участниц слияний или поглощений и серьезный риск налицо.) Предположим, компания торгуется на биржах в Нью-Йорке и Лондоне. В Нью-Йорке она торгуется в долларах, в Лондоне в британских фунтах. Единственным различием в ценах между двумя биржами должен быть обменный курс пары доллар-фунт. Если это не так, трейдер может купить акции в одном городе и продать в другом с гарантированной прибылью. Но поскольку нельзя бесконечно получать что-то бесплатно, такая ситуация сохранится недолго. Если в Лондоне акции стоят дешевле, чем в Нью-Йорке, арбитражная покупка в Лондоне подтолкнет цену акций вверх, тогда как арбитражная продажа в Нью-Йорке продавит ее вниз. Когда будет установлено равновесие между рынками, арбитражная торговля прекратится.

Арбитраж и эффективность вытесняют мелкие нерациональные причуды из поведения рынка, оставляя более крупные как паттерны рыночной психологии. Периодически можно услышать заявления о различных сезонных циклах или эффектах дней недели. Одна из самых обсуждаемых эмпирических закономерностей — эффект января, согласно которому акции в январе показывают лучшую доходность, чем в остальные месяцы. Если бы это было так, для того, чтобы заработать прибыль, достаточно было бы купить 31 декабря и продать 1 февраля. В последние несколько лет арбитражеры, по-видимому, сыграли свою роль. Многие аналитики пытались объяснить

высокие приросты рынка акций в ноябре тем, что «эффект января передвинулся в этом году на ноябрь».

Есть и другие рыночные поверья. Например, считается, что акции нужно держать с ноября по май, а казначейские векселя с июня по октябрь. Активные трейдеры вывели еще одну эмпирическую закономерность, гласящую, что рынок акций обычно падает по понедельникам. Многие из нас не любят понедельники по иным, не связанным с фондовым рынком причинам и не хотят не только покупать акции, но и вообще что-либо делать в первый день недели. К сожалению, вряд ли на таких идеях можно заработать реальную прибыль или хотя бы окупить торговые издержки. Арбитраж поддерживает эффективность рынка и вынуждает включать информацию в рыночные цены. Если рассматривать рациональность как то, что вся доступная релевантная информация, фундаментальная и любая другая, отражена в ценах акций, значит фондовый рынок является рациональным.

Сложность в том, что информация, способная двигать рынками, выходит далеко за рамки простых прогнозов по дивидендам, прибылям и процентным ставкам. Летом 1990 г. Ирак вторгся в Кувейт и мгновенно оккупировал это небольшое государство. Вторжение стало неожиданностью и для американских инвесторов, и для американского правительства. Внезапно призрак войны на Ближнем Востоке обрел пугающую реальность. Немногие американские инвесторы были хорошо информированы об Ираке и Кувейте, правительствах этих государств и проводимой ими политике, и еще меньше знали о разногласиях между этими странами. Американская пресса в срочном порядке кинулась изображать иракского лидера Саддама Хусейна как воплощение дьявола. Страх перед войной обрушили рынок акций. Все произошло слишком быстро — с начала августа до конца октября 1990 г. — для того, чтобы фундаментальная стоимость успела существенно измениться или же значительное количество компаний успело пересмотреть политику выплаты дивидендов. Информация, вызвавшая движение фондового рынка, не была связана с дивидендами — она была связана со страхами американцев перед развязыванием войны на Ближнем Востоке, которая грозила гибелью американских солдат за границей и экономическими потрясениями внутри страны. Этап активных боевых действий в Заливе длился всего несколько недель в начале 1991 г. и сопровождался незначительными потерями для американской армии, поэтому страхи инвесторов, к счастью, не оправдались. Однако это не сделало коррекцию 1990 г. менее реальной или менее убыточной для многих из них.

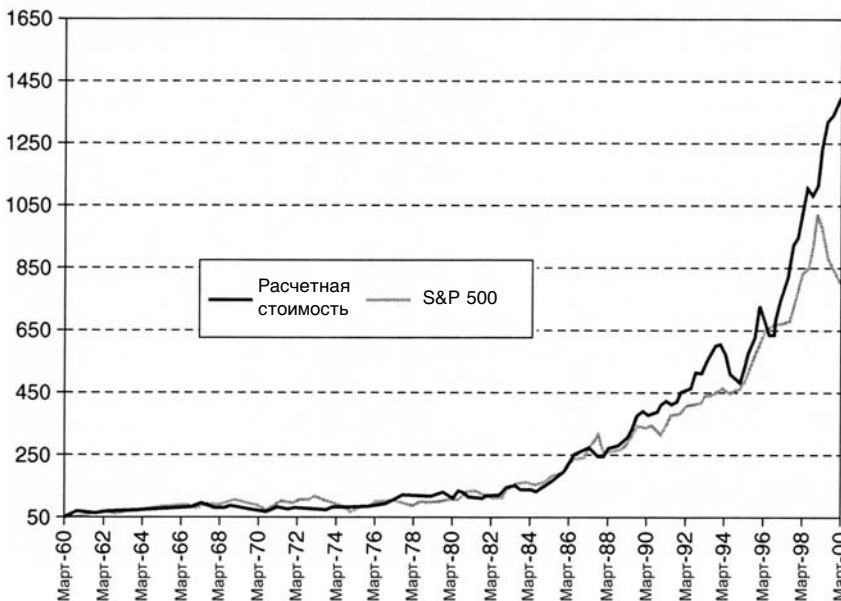
### **Модель на основе дивидендов и процентных ставок**

В разделе о фундаментальной стоимости рынка я представил вашему вниманию упрощенную модель, которая применяется ФРС для оценки фондового рынка, и сказал, что могут существовать и более сложные



модели. При использовании практически любой статистической модели для прогнозирования фондового рынка главная трудность состоит в том, что мы не знаем величины всех факторов, имеющих значение. Нам известно о важности прибылей и процентных ставок, но неизвестно, какими будут прибыли или процентные ставки в следующем году, чтобы достоверно спрогнозировать развитие рынка. Некоторые утверждают, что все, что рынок знает о процентных ставках в следующем году, уже отражено в текущих ставках. (Разумеется, ни рынок, ни любой игрок на рынке не могут знать всего, что произойдет в следующем году, именно это и делает инвестирование столь увлекательным.) То же самое можно сказать и о дивидендах: даже если мы не знаем, что будет в следующем году, мы знаем их величину в текущем, которая включает в себя все, что может быть известно о будущих дивидендах.

В данном случае мы немного усложняем модель ФРС, которая была построена на соотношении прибылей и доходности 10-летних казначейских облигаций. Во-первых, мы возвращаемся к фундаментальным факторам и будем опираться не на прибыли, а на дивиденды. Во-вторых, мы исходим из того, что стоимость рынка (измеряемая значением индекса S&P 500) зависит или пропорциональна отношению дивидендов к доходности казначейских бумаг. В-третьих, мы применяем немного статистики: составляем уравнение, преобразуем его в логарифмы (в результате чего теряем большинство наших читателей)



**Рис. 17-2.** Фактическая и расчетная стоимость индекса S&P 500

и выводим уравнение регрессии. В результате мы получаем формулу для определения расчетного значения S&P 500. На рис. 17-2 приведены два графика для фактических и расчетных значений индекса. Как и в случае с моделью ФРС можно увидеть, что на конец первого квартала 2000 г. реальная стоимость рынка существенно превышает его фундаментальную стоимость. Причиной подобных разрывов в 1999–2000 гг. и в 1996 г. стал рост процентных ставок. В 1996 г. шаги, предпринятые ФРС, обрушили рынок облигаций, но каким-то чудом не затронули рынок акций. Начавшееся в середине 1999 г. очередное ужесточение денежно-кредитной политики также не повлияло на акции. Подобная устойчивость фондового рынка отчасти объясняется тем, что в обоих случаях экономика продолжала уверенно расти, пока ФРС боролась с инфляцией.

Помимо более стильного вида, какие преимущества дает нам эта модель по сравнению с моделью ФРС? Во-первых, при чуть большей сложности расчетов она позволяет увидеть отдельно влияние процентных ставок и дивидендов. Во-вторых, она обеспечивает лучшее статистическое соответствие, а также ближе подходит к моделям дисконтирования дивидендов и к основополагающим силам, определяющим фундаментальную стоимость акций. Однако обе эти модели не учитывают вездесущих и всепроникающих психологических факторов, прогнозирование которых куда более сложная задача.

С конца 1990-х гг. до настоящего момента (начало 2000 г.) рынком движет информация совсем другого рода. Все говорят о новой экономике, растущей производительности труда, снижающейся безработице и непрекращающемся экономическом росте. Хотя многое кажется изрядным преувеличением, сегодня эти темы необычайно популярны на фондовом рынке. Многочисленные заявления свидетельствуют об оптимизме и высоких ожиданиях относительно перспектив экономики и всего, что связано с информационными технологиями и Интернетом, двигателями новой экономики. На фоне витающего в воздухе оптимизма стоит ли удивляться тем рекордам, которые в последнее время ставили акции многих технологических компаний? В конце 1990-х гг. эйфория достигла предела — за последние шесть месяцев 1999 г. индекс технологического рынка NASDAQ вырос на 50%. Рыночная психология, отражающая психологию масс, подняла рынок на 40% выше его фундаментальной стоимости, обоснованной прибылями и дивидендами. В марте 2000 г. эйфория частично иссякла, и NASDAQ рухнул.

Для инвесторов рыночная психология является неизбежной реальностью их инвестиционной жизни — реальностью, которую нужно понимать и учитывать и которую зачастую труднее всего спрогнозировать. Сравнивая фактические уровни с расчетными, выводимыми из модели оценки фундамен-

тальной стоимости, мы можем определить степень влияния психологических факторов на рынок. В настоящее время (май 2000 г.) психологические факторы доминируют на рынке и уже подтолкнули цены до уровней, значительно превышающих фундаментальную стоимость. Более того, мы видим все признаки сверхоптимистичной бычьей психологии. Любая интернет-компания рассматривается как будущая Microsoft, Cisco или GE. Коэффициенты «цена/прибыль» достигли значений, для оправдания которых акции должны расти на 50% в год в течение 10–20 лет.

Но прежде чем делать вывод, что на фоне безудержного бычьего оптимизма любой здравомыслящий инвестор должен продать все и уйти в казначейские векселя, не забывайте о том, что то же самое можно было сказать весной 1999 г., 1998 г., 1997 г. и даже 1996 г., но до сих пор рынок не оправдал пессимистичных прогнозов. Психологические факторы на рынке, кажется, часто следуют собственным правилам и не всегда подчиняются здравому смыслу. Одно из этих правил состоит в том, что масштаб реакции редко сопоставим с действием, ее спровоцировавшим. Необдуманное замечание ответственного чиновника может отправить рынок акций в пике. Известие о вынесении постановления по антимонопольному разбирательству в отношении Microsoft стало причиной недельного падения рынка в апреле 2000 г., и это при том, что решение было вполне ожидаемым и никого не удивило. В то же время другие постановления и события по этому делу — включая очевидные противоречия в показаниях ключевых свидетелей — прошли совершенно незамеченными.

Что делать инвестору в зыбучих песках рыночной психологии? Прежде всего возьмите одну из моделей оценки фундаментальной стоимости, сравните ее результаты с результатами рынка и определите, в каком направлении дуют психологические ветры, а также усиливаются они или становятся слабее. Затем решите, какой риск вы готовы принять. Если вы не любите рисковать, а рынок акций торгуется намного выше своей фундаментальной стоимости, возможно, вам стоит сократить долю финансовых активов на рынке. Разумеется, такой шаг не будет бесплатным. Если вы продадите, а акции продолжат расти, вы ничего не заработаете. Конечно, если акции упадут, вы ничего не потеряете и будете гордиться своей проницательностью. То же самое можно сказать об обратной ситуации. Лучшим временем для покупки акций в недавнем (может быть, не столь недавнем) прошлом была весна и начало лета 1982 г. S&P 500 торговался с коэффициентом «цена/прибыль» равным 8, экономика находилась в глубокой рецессии, все были обеспокоены заоблачным уровнем процентных ставок и дефицита бюджета. Но самые простые расчеты показали бы, что фондовый рынок акций на тот момент значительно недооценен. Последующее развитие событий подтвердило бы этот вывод — с августа 1982 г. рынок акций резко пошел вверх.

К каким бы выводам вы ни пришли в результате своих исследований, не принимайте решений по принципу «все или ничего». Как уже говорилось, вложение денег на фондовом рынке — не тот случай, когда нужно действовать

по принципу, как говорится, либо пан, либо пропал. На самом деле цель исследований в том, чтобы помочь вам решить, какая часть средств сегодня должна находиться в акциях. Некоторые аналитики приводят доводы в пользу маркет-тайминга — стратегии активной торговли, предполагающей покупку акций в преддверии роста и продажу в преддверии падения на основе прогнозирования рынка. В теории это звучит замечательно, но на практике работает редко, очень редко. Более разумный подход — сопоставить свою готовность к риску с уровнем риска, присущим на данный момент рынку, и выбрать такое соотношение акций и денежных инструментов, которое комфортно для вас. Так мы подошли к теме части IV — распределению активов.

## ЧАСТЬ IV

# ФОРМИРОВАНИЕ ПОРТФЕЛЕЙ АКЦИЙ И ИНДЕКСЫ

**Э**то не только последняя, но и самая важная часть книги. Здесь мы воплотим все сказанное о фондовых индексах и инвестировании в ряде конкретных портфелей, или инвестиционных планов. Учитывая, что не все инвесторы одинаковы, я представляю вашему вниманию четыре варианта портфелей. Конечно, предпочтений у инвесторов гораздо больше, но рассмотренные здесь портфели послужат ориентирами и, я надеюсь, помогут большинству читателей решить, как использовать фондовые индексы для управления своими активами.

Выбор портфеля зависит от двух моментов. Первый из них, ему посвящена большая часть сказанного до сих пор, связан с существующими инвестиционными альтернативами и их выбором. Для вас предпочтительнее менее волатильные акции компаний высокой капитализации или вы хотите рискнуть с акциями малых компаний? Если вы хотите инвестировать за пределами США, какие страны вам интересны — развитые, такие как Великобритания, Германия, Австралия и Япония, или развивающиеся? Какой индекс компаний малой капитализации выбрать? Хотя каждый из этих вопросов важен сам по себе, вместе они позволяют решить лишь одну половину головоломки: куда и как инвестировать средства.

Вторая половина головоломки — это вы, инвестор. Она состоит из двух связанных между собой аспектов: риск и время. Если вы все время беспокоитесь о своих вложениях и считаете, что ваши ресурсы ограничены и значительные потери недопустимы, то вам более подходит консервативный портфель, который колеблется в гораздо меньших пределах. С другой стороны, если вы оптимист — всегда видите солнце за тучами или рост за кратковременным падением рынка — или обладаете достаточной психологической устойчивостью, чтобы не тревожиться насчет результатов портфеля каждую

минуту, то вам подойдет более агрессивный портфель с более высокими рисками и более высоким потенциалом доходности. Время — еще один важный фактор. Традиционная рекомендация: чем больше у вас времени до того момента, как вы начнете тратить деньги, тем агрессивнее вы можете инвестировать. Впрочем, хотя это хорошее общее правило, на деле все гораздо сложнее.

В этой части книги мы подробно остановимся на второй группе вопросов, а также посмотрим, как использовать индексы для формирования инвестиционных портфелей разных типов. Начнем с ключевого аспекта: распределения активов. В главе 18 объясняется, почему правильное распределение активов является залогом высокой результативности и как подходят к этой проблеме экономисты и финансисты. В ней также рассматриваются понятие классов активов и принципы распределения средств между ними. Далее мы вновь обратимся к проблеме времени и риска и развенчаем некоторые мифы о маркет-тайминге. Наконец, на основе всего сказанного мы сформируем четыре инвестиционных портфеля и закончим наш рассказ комментариями по поводу того, чего следует избегать.

## Глава 18



# Ключ к результативности: распределение активов

### Почему распределение активов так важно

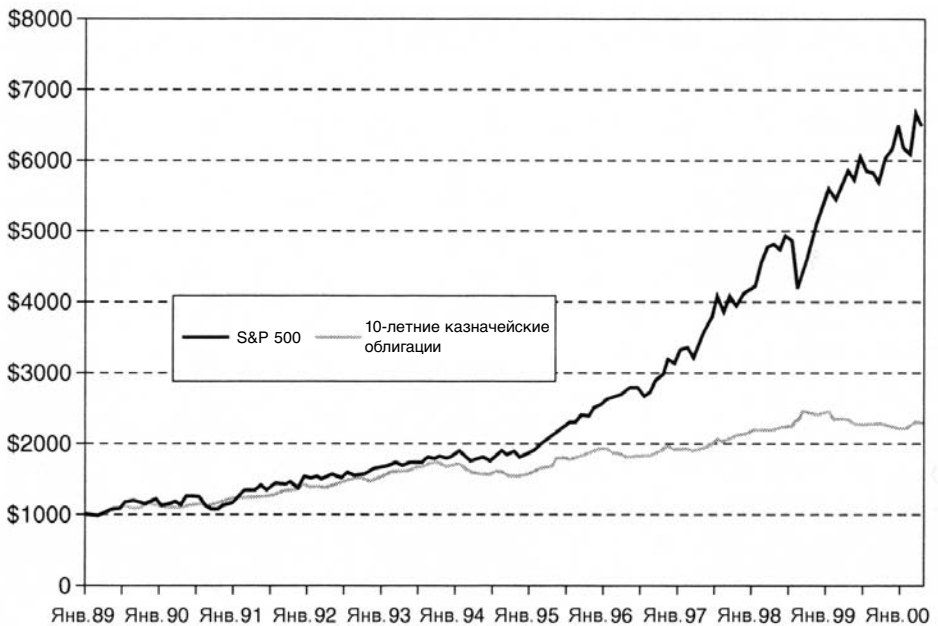
**В**ыбор объекта и метода инвестирования связан с принятием массы решений. Одни решения касаются деталей — например, сколько купить, 100 или 200 акций определенной компании, или какая из интернет-компаний в сегменте B2B («бизнес для бизнеса») наиболее привлекательна на сегодняшний день. Другие решения носят более фундаментальный и стратегический характер — например, сколько денег вложить в акции американских компаний, иностранных компаний или облигации, или же держать все в инструментах денежного рынка.

Большинство инвесторов тратят относительно мало времени на фундаментальные вопросы и слишком много внимания уделяют деталям. Такой подход заслуживает сожаления, поскольку академические исследования и опыт однозначно говорят о том, что решение о распределении активов является ключевым этапом принятия инвестиционного решения. Несмотря на то, что выводы академических исследований вызывают серьезные споры среди теоретиков и практиков, мало кто отрицает критическую значимость распределения активов для результативности. Обычно от правильного распределения активов зависит гораздо больше, чем от всего остального<sup>45</sup>. Другими словами, для большинства инвесторов решение о распределении активов — самое важное решение, которое они принимают.

Если вы посмотрите на акции, облигации и взаимные фонды в своем портфеле, то, скорее всего, обнаружите, что одни акции упали в цене, тогда

как другие (будем надеяться) существенно выросли. Бывают даже облигации и взаимные фонды с приростами или потерями сверх стандартных уровней. Если вы настолько гениальны, чтобы из множества акций выбирать только такие, как Qualcomm, которые в 1999 г. выросли на 2700%, то вполне можете вложить все деньги в акции одной компании и на этом успокоиться. Если же вы рядовой инвестор, как большинство из нас (раз вы заинтересовались этой книгой, то, надо полагать, вам не всегда удастся отыскать Qualcomm), значит часть акций в вашем портфеле, как и 256 акций из S&P 500, показала в 1999 г. отрицательную доходность. В пользу распределения активов говорит то, что с течением времени акции обычно выравниваются по доходности. Даже суперлидеры в конечном счете возвращаются с небес на землю. При этом акции движутся в одном русле с другими акциями, а облигации — с другими облигациями. В долгосрочной перспективе важнее решить, что выбрать — акции или облигации. Акции и облигации называют *классами активов*, группами инвестиционных инструментов со сходными характеристиками и свойствами. Понятие классов активов важно, если мы хотим добиться эффективного распределения активов.

Классы активов имеют значение. На рис. 18-1 показаны результаты инвестирования в S&P 500 и 10-летние казначейские облигации за период с 1989 до 2000 г. Как видите, \$1000, вложенные в S&P 500, превратились почти в \$6500, а вложенные в 10-летние казначейские облигации — всего в \$2300. При этом облигации были менее волатильны. Самое большое месячное па-



**Рис. 18-1.** Сравнение индекса S&P 500 и казначейских бумаг



дение для облигаций составило \$104, тогда как для инвестиции в S&P 500 — свыше \$700. Эти цифры дают нам представление о компромиссе, присущем распределению активов: мы все любим высокие доходности и прибыли, но не приемлем большие риски и убытки. Вопрос в том, в какой мере мы должны отказаться от первого, чтобы устранить вероятность второго.

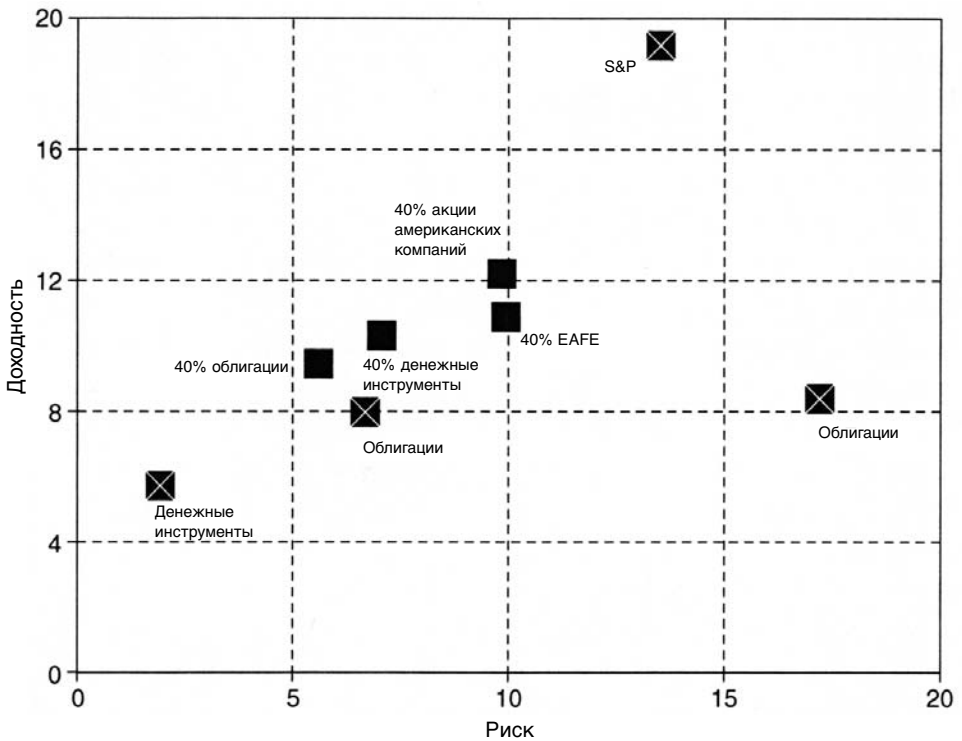
Во всех книгах на тему инвестиций, включая и ту, что вы держите в руках, говорится о *диверсификации* и необходимости распределения средств. Для чего это нужно, вы можете увидеть в таблице 18-1. В ней представлены характеристики четырех инвестиционных альтернатив: акции американских компаний на примере S&P 500, акции иностранных компаний на примере индекса MSCI EAFE, облигации на примере индекса Lehman Brothers для 10-летних казначейских облигаций и денежные инструменты (или фонды денежного рынка) на примере индекса Lehman Brothers для 6-месячных казначейских векселей. Таблица показывает доходности и риски для периода с февраля 1989 по апрель 2000 г. За доходность взяты среднемесячные показатели, представленные в годовом выражении, а за риск — месячные стандартные отклонения, представленные в годовом выражении.

Таблица 18-1

## Доходность против риска (февраль 1989 г. — апрель 2000 г.)

	Доходность	Риск
S&P 500	19,1	13,6
EAFE	8,3	17,2
Казначейские облигации	7,9	6,7
Денежные инструменты	5,8	1,9

Теперь давайте смешаем все четыре варианта и сформируем четыре инвестиционных портфеля. Это произвольно выбранные примеры, цель которых — показать, что может дать диверсификация и распределение активов. На рис. 18-2 представлены четыре класса активов и четыре портфеля и показаны их доходности и риски. Доходности отложены на вертикальной оси, а риски — на горизонтальной. В идеале хотелось бы оказаться в верхнем левом углу, где высокая доходность сочетается с низкими рисками. Это не просто, и ни один из наших портфелей и классов активов не попадает в этот сегмент. Наихудшим вариантом является нижний правый угол, где низкие доходности сочетаются с высокими рисками. Акции иностранных компаний выглядят не очень привлекательно в этом примере. В таблице 18-2 приведен состав каждого из четырех портфелей. Портфели названы по тому классу активов, который представлен в нем наибольшей долей в 40%. Обратите внимание, что это далеко не все возможные комбинации — и даже не самые лучшие и не самые худшие из них. Просто они позволяют продемонстрировать эффекты диверсификации.



**Рис. 18-2.** Доходность против риска для различных портфелей и классов активов

Таблица 18-2

#### Состав портфелей

	40% S&P	40% EAFE	40% облигации	40% денежные инструменты
S&P 500, %	40	30	20	30
EAFE, %	30	40	10	20
Облигации, %	20	10	40	10
Денежные инструменты, %	10	20	30	40

Итак, на рис. 18-2 представлены четыре класса активов и четыре портфеля. Как видно, по уровню доходностей и рисков все портфели находятся между лучшим классом активов (акции американских компаний) и худшим (денежные инструменты). Однако все они ближе к горячему сегменту — верхнему левому углу, — чем любой класс активов, взятый в отдельности. Точный состав портфеля имеет значение: портфель 40% S&P показывает более высокую доходность, чем портфель 40% EAFE почти при таком же уровне риска. Диверсификация необходима, но как выбрать правильный состав и пропорции?

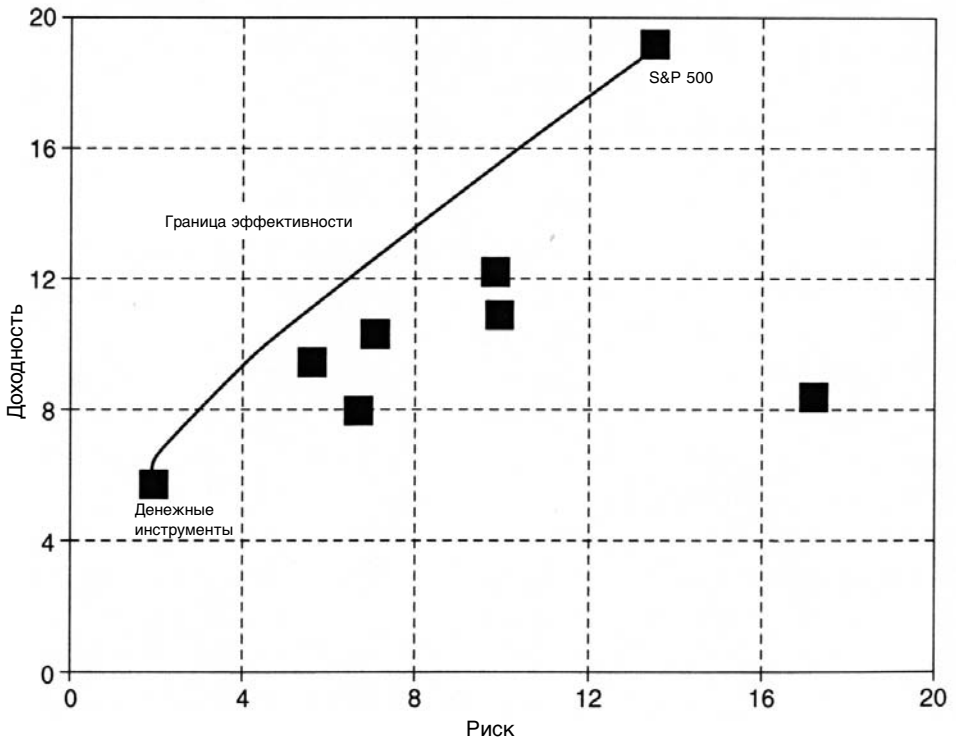
## Очень краткий экскурс в портфельную теорию Марковица

Хотя вышеописанное распределение 40-30-20-10 вполне может быть одним из подходов, есть гораздо лучший способ определения состава портфеля, основанный на работах Гарри Марковица, пионера современной портфельной теории и лауреата Нобелевской премии. Многие понятия современной финансовой науки, включая бету и распределение активов, уходят корнями в его работы 1950-х гг.<sup>46</sup> Отталкиваясь от концепции диверсификации, Марковиц предложил новый подход к оптимизации портфеля через распределение активов. Во-первых, он утверждал, что если удастся найти два актива, один из которых растет, а другой падает, то мы получим определенную автоматическую защиту от рисков. Для этого нужно посмотреть на корреляцию между различными активами. Если один актив всегда растет, когда растет другой, и всегда падает, когда падает другой, эти активы демонстрируют полную корреляцию и бесполезны для диверсификации. Акции и облигации не имеют полной корреляции: в августе 1998 г., когда портфель S&P 500 (рис. 18-1) потерял \$700, облигации выросли на \$89. Но если взять акции двух технологических компаний, они, скорее всего, будут падать и расти параллельно на протяжении большей части времени.

Во-вторых, Марковиц обозначил конкретную цель, к которой следует стремиться при распределении активов. Он разработал математический аппарат, позволяющий определить такой состав портфеля, при котором доходность не может быть увеличена без увеличения рисков, а риски не могут быть уменьшены без уменьшения доходности. Эти портфели представлены в виде кривой — так называемой границы эффективности — в координатах доходностей и рисков на рис. 18-2 и 18-3.

*Эффективный* — это определение экономисты используют для обозначения того, что предпочтительнее другого, независимо от персональных мнений и вкусов. Если взять два инвестиционных портфеля, один из которых имеет более высокую доходность и более низкие риски, чем другой, выбор очевиден. На рис. 18-3 мы добавили границу эффективности для четырех классов активов из вышеописанного примера. Точки те же самые, что и на рис. 18-2, некоторые из меток опущены, чтобы сделать график более читаемым.

Поскольку граница эффективности выражает сущность распределения активов и диверсификации, о ней стоит сказать еще пару слов. Области выше и слева от границы при всей своей привлекательности недостижимы. Нам бы хотелось, чтобы низкорисковая инвестиция в казначейские облигации приносила годовую доходность 20%. К сожалению, это невозможно. Областей ниже границы определенно нужно избегать. Например, акций иностранных компаний в 1990-е гг., когда японский рынок вступил в фазу затяжного падения. Верхний конец границы всегда совпадает с доступным активом, имеющим максимальную доходность независимо от риска, нижний конец — с доступным активом, имеющим минимальный риск независимо от доходности. Все точки вдоль границы в равной мере обоснованны и интересны —



**Рис. 18-3.** Граница эффективности

они представляют собой множество эффективных портфелей, предлагающих наилучшее соотношение риска и доходности.

Как определить, где лучше быть на этой границе? Вы, как инвестор, должны решить, какой риск можете себе позволить. Если вы любите рисковать, правая верхняя часть границы — для вас. Если вы не приемлете риск или в вашем распоряжении мало времени, переместитесь ближе к нижней левой части. Обо всем остальном можно прочитать в разделах, где мы говорили об инвестиционных горизонтах и индивидуальной склонности к риску. В конце концов, какой риск взять на себя, каждый решает сам, и ни один консультант и ни одна книга не примет это решение за вас.

## Что такое риск

Из всех многочисленных аспектов распределения активов и диверсификации, пожалуй, самым спорным является представление риска в виде стандартного отклонения доходности актива. Во-первых, даже среди тех, кому довелось изучать статистику, большинство не до конца понимает, что такое стандартное отклонение. Во-вторых, читая о стандартном отклонении, люди обнару-

живают, что с математической точки зрения доходность на 10% выше среднего уровня добавляет столько же риска, как и доходность на 10% ниже среднего уровня.

Стандартное отклонение — удобный способ измерения волатильности или разброса числовых рядов. Посмотрите на годовые доходности фонда денежного рынка — скорее всего, показатель не будет сильно меняться от месяца к месяцу. За период в несколько лет максимальная доходность может составить порядка 5,5%, минимальная — 4,5%. Низкая волатильность и высокая определенность — вот что вы получаете в данном случае. Теперь посмотрите на фондовый индекс, например S&P 500. Здесь колебания более значительны. При средней величине (в годовом выражении) 10% в некоторые месяцы доходность намного ниже, тогда как в другие она заметно выше. Акции волатильнее денежных инструментов. При расчете стандартного отклонения используется формула, построенная на двух ключевых принципах. Во-первых, доходность каждого месяца сравнивается со средней месячной доходностью для заданного периода времени и затем рассчитывается средняя разница. (Здесь часто встречается слово «среднее» — под *средним* статистики подразумевают среднее арифметическое и рассматривают стандартное отклонение как показатель на основе средней разницы между группой чисел и их средним арифметическим.) Во-вторых, при расчете стандартного отклонения максимумы и минимумы учитываются в равной мере — все отклонения от среднего возводятся в квадрат, поэтому нам не нужно беспокоиться об отрицательных величинах. Как гласит одно из эмпирических правил, также извлеченное из недр статистики, две трети всех доходностей попадают в коридор между средней доходностью плюс одно стандартное отклонение и средней доходностью минус одно стандартное отклонение.

Большая величина стандартного отклонения говорит о высокой волатильности и риске. Что значит слово «большая»? Если приводятся данные в годовом выражении (самый распространенный вариант), то любой показатель выше 20 считается большим. Для S&P 500 значение стандартного отклонения в зависимости от расчетного периода колеблется в диапазоне от 10 до 25. Для казначейских векселей и фондов денежного рынка характерны величины ниже 5, для облигаций нередко — 3–8 и даже 10.

Почему стандартное отклонение считается хорошей мерой риска? Под риском в инвестировании понимаются любые неожиданные события. Летом 1998 г. акции, которые, как считалось, будут расти бесконечно с приходом новой экономики, резко упали из-за объявленного Россией дефолта по долговым обязательствам. Произошло неожиданное. Однако беглый взгляд на стандартное отклонение предупредил бы вас о том, что с акциями часто случаются подобные неожиданности.

Почему неожиданно высокие доходности добавляют столько же «риска», как и неожиданно низкие? В идеале, этого происходить не должно. В своей работе Марковиц рассматривал возможность использования одностороннего стандартного отклонения, называемого *полудисперсией*. Однако в то вре-

мя (1950-е гг.) он был вынужден отказаться от этой идеи из-за сложности расчетов, с которыми не могла справиться тогдашняя вычислительная техника. Впоследствии многие экономисты и финансовые аналитики экспериментировали с полудисперсией, и некоторые предпочитают использовать именно этот показатель. Однако оказалось, что при проведении инвестиционного анализа не имеет принципиального значения, какой показатель использовать. Дисперсия доходностей для большинства классов активов является *симметричной*, т. е. более высокие значения так же вероятны, как и более низкие. Поэтому использование двусторонней или односторонней дисперсии не отражается на результатах вычислений и на расчете границы эффективности. Отчасти подобная симметричность доходностей объясняется тем, что при анализе распределения активов обычно используются месячные или квартальные данные. У дневных доходностей есть свои статистические особенности (включая феномен под названием «тяжелые хвосты»), которые создают иные трудности.

Короче говоря, риск — это мера возникновения неожиданных событий, а большинство людей не любит неожиданностей. Стандартное отклонение при всей своей сложности — лучший критерий для оценки риска, который был найден людьми за последние 50 лет.

## Что такое доходность

Что такое доходность, понять проще, чем риск, по крайней мере на первый взгляд. Доходность — это сколько вы заработали или ожидаете заработать. Все данные, приведенные в этой главе, касаются того, что происходило в последние 10 лет. Это все, что нам известно, а что произойдет в следующие 5, 10 или 20 лет — мы не знаем. Однако мы инвестируем в настоящее, чтобы получать результаты в будущем, а не в прошлом. Поэтому нам необходимо прогнозировать будущие доходности. Ориентироваться на средние результаты последних лет при этом — прямой путь к упущенным возможностям или провалам. В конце 1981 г. экономика находилась в глубокой рецессии, инфляция достигла исторических максимумов, а рынок акций падал. На протяжении предыдущих пяти лет рынок приносил порядка 9% годовых, которые полностью съедались инфляцией. Ситуация с недвижимостью, которая является хорошим вложением во времена высокой инфляции, выглядела чуть лучше. Но меньше чем год спустя начался великий бычий рынок. Конечно, если посмотреть на недавнее прошлое с позиции 2000 г., можно решить, что акции всегда приносят доходность 25% годовых. Я в этом сомневаюсь, но время покажет. В главе 19 мы рассмотрим различные классы активов и обсудим, какие доходности можно ожидать по каждому из них.

Все сказанное об ожидаемых доходностях в равной мере относится и к рискам. Риски прогнозировать не менее важно, чем доходности. С одной стороны, риски прогнозировать проще: обычно они являются более устой-

чивыми и постоянными во времени, чем доходности, поэтому исходить из предположения о том, что прошлые паттерны рисков и корреляции между классами активов могут повториться, гораздо безопаснее, чем предполагать то же самое в отношении доходностей. С другой стороны, риски прогнозировать труднее. В целом, прогнозы по риску часто составляются на основе прошлых данных, тогда как доходности прогнозируются без оглядки на прошлый опыт.

## Как найти свою точку на границе эффективности

Чтобы определить оптимальное для вас распределение активов, нужно два вида информации. Во-первых, нужна информация об имеющихся инвестиционных альтернативах. Об этом мы говорили на протяжении большей части предыдущих глав. Во-вторых, нужна информация о вашем собственном положении и об уровне риска, который вы готовы принять. Последнее зависит только от вас. Поэтому в оставшейся части этой главы мы поговорим об индивидуальных рисках и рассмотрим вопросы, на которые должен ответить каждый инвестор. Мы начнем с взаимосвязи риска и срока инвестирования, после чего обратимся к другим аспектам риска.

Принято считать, чем дольше срок инвестирования, тем выше риск, который вы принимаете. Старое правило из области пенсионного планирования звучит так: доля облигаций в вашем портфеле должна равняться вашему возрасту. Если вам 25 лет, ваш портфель должен на 25% состоять из облигаций, если 65 лет — на 65%. Аналогичным образом, многие финансовые консультанты используют инвестиционный горизонт как меру риска. Хотя сама идея роста риска с удалением инвестиционного горизонта имеет под собой разумные основания, все не так просто.

Таблица 18-3

**Риски и доходности при разных инвестиционных горизонтах**

	1 год	5 лет	10 лет	20 лет
Стандартное отклонение	16,4	6,2	4,7	3,1
Максимальная доходность	52,1	28,7	21,2	18,6
Минимальная доходность	-26,5	-0,8	2,5	6,9
Диапазон доходностей	78,6	29,5	18,7	11,7

В разговоре о времени и риске обычно приводят следующий довод: рассчитывают среднегодовые доходности акций за 1 год, 5 и 10 лет и сравнивают диапазон полученных показателей. В таблице 18-3 приведен подобный

анализ для S&P 500 по инвестиционным периодам, заканчивающимся в любое время между 1945 и 1999 г.

Первая строка показывает стандартное отклонение годовых доходностей при инвестиционных горизонтах 1 год, 5, 10 и 20 лет. Чем продолжительнее инвестиционный период, тем меньше стандартное отклонение и, следовательно, ниже риск. Следующие две строки показывают максимальную и минимальную доходность для заданного периода. Как видите, по мере увеличения инвестиционного горизонта максимум снижается, минимум растет, а диапазон доходностей (последняя строка) сужается. Отсюда следует: чем отдаленнее инвестиционный горизонт, тем ниже риск. С точки зрения годовой доходности это действительно так. Но дело в том, что нас интересует не только годовая доходность. Нас волнует также, сколько денег мы получим в конце инвестиционного периода, т. е. *терминальная стоимость*, или благосостояние.

Если провести аналогичный анализ для терминальной стоимости, мы получим другие результаты. Посмотрите на таблицу 18-4. В данном случае мы рассчитываем стоимость инвестиции в размере \$1 к концу инвестиционных периодов 1 год, 5, 10 и 20 лет. Например, лучший однолетний период с доходностью 50% дал бы нам терминальную стоимость в \$1,5, худший период с доходностью -30% — \$0,7. По мере перемещения вправо, от 1 года к 20 годам, максимум и минимум должны расти вместе с увеличением продолжительности инвестиционного периода. Изменчивость терминальной стоимости, измеряемая стандартным отклонением, также растет. Однако вероятность потерь — терминальная стоимость меньше 1 — снижается. Позволит ли это вам чувствовать себя увереннее с течением времени, зависит от того, как вы определяете для себя риск.

Таблица 18-4

**Показатели терминальной стоимости  
при разных инвестиционных горизонтах**

	1 год	5 лет	10 лет	20 лет
Стандартное отклонение	0,2	0,5	1,4	5,9
Максимум	1,5	3,5	6,1	26,8
Минимум	0,7	0,9	1,1	2,0
Диапазон	0,8	2,6	5,0	24,9

В таблицах не нашел отражения еще один аспект, который, между тем, вызывает серьезное беспокойство у некоторых инвесторов. Это увеличение размера маловероятных потерь. Другими словами, если вы очень пессимистичны и определяете для себя риск как вероятность потери денег, которая равна 1 из 100, то размеры этой разорительной потери увеличиваются вместе с увеличением срока.



Таблицы 18-3 и 18-4 построены на основе реальных данных — годовых доходностей S&P 500 начиная с 1926 г. Аналогичный анализ можно провести на основе предположений о статистических свойствах рынка. Однако ответ отчасти зависит от того, что по нашему мнению движет рынком, и отчасти от того, что мы пытаемся оценить — годовую доходность или терминальную стоимость<sup>47</sup>.

К утверждению, что время снижает риски, следует относиться с большой осторожностью, поскольку это не всегда так. Тем не менее бывают ситуации, когда время действительно играет важнейшую роль в управлении рисками. Во-первых, в долгосрочной инвестиционной программе, такой как пенсионный план, мало кто вкладывает деньги и забывает о них на следующие 20 лет. Даже если на пенсионном счете не ведется внутрисуточная торговля, этот счет проверяется как минимум раз в год. Если ситуация изменилась, можно скорректировать инвестиционную стратегию. Внесение таких корректировок способно существенно снизить риски. Например, вы можете изменить размер взносов, чтобы воспользоваться преимуществами роста доходности или других позитивных изменений на финансовом рынке. Во-вторых, если случится худшее и пенсионный счет пострадает от резкого падения рынка, то вы можете до этого момента увеличить свои взносы и все же получить приемлемую терминальную стоимость. Согласитесь, в данном случае время определенно влияет на риски. Наконец, если вы считаете, что в долгосрочной перспективе рынок всегда растет и достаточно долгое ожидание всегда приносит приемлемую доходность, то «достаточно долго» позволит вам минимизировать риски. К сожалению, «достаточно долго» иногда означает «очень долго».

В целом вышеприведенные соображения оправдывают некоторое увеличение риска при дальнем инвестиционном горизонте. Более того, инвестиционный горизонт зачастую бывает более далеким, чем вы думаете. В процессе пенсионного планирования большинство людей исходит из того, что срок инвестирования для них заканчивается в день выхода на пенсию. Это не самый лучший подход. В 65 лет большинство из нас имеет впереди еще примерно 20 лет жизни. Поэтому, если вам 55 и вы планируете уйти на пенсию через 10 лет, это означает, что вы начнете расходовать свои сбережения через 10 лет с таким расчетом, чтобы их хватило на следующие 20 лет. Хотя по выходе на пенсию вы, скорее всего, подвергнете свои инвестиции серьезной оценке и пересмотру, ваш инвестиционный горизонт на сегодняшний день (в возрасте 55 лет) составляет лет 20 или 30, а не 10 лет, которые остались до момента выхода на пенсию. Если все сложится удачно и вы сумеете оставить кое-что своим наследникам, ваш инвестиционный горизонт будет еще больше. Иногда сбережения живут дольше, чем сделавший их человек. Отсюда вытекает, в частности, такой вывод: старое эмпирическое правило, согласно которому доля облигаций в вашем портфеле должна равняться вашему возрасту, делает долю акций в вашем портфеле неоправданно маленькой.

Один аспект времени и риска, который никогда не исчезает, — высокие риски на коротких отрезках времени. Финансовые рынки волатильны. Если вы планируете купить дом через год, не стоит инвестировать первоначальный взнос в горячий сегмент фондового рынка.

## **Как определить свой инвестиционный горизонт**

Когда речь идет о пенсионных сбережениях, чтобы получить примерное представление о своем инвестиционном горизонте, нужно взять количество лет, оставшееся до момента предполагаемого выхода на пенсию. Затем оценить, как долго вы можете прожить после выхода на пенсию, и добавить половину этого срока к количеству лет, оставшихся до пенсии. Почему добавляется только половина срока? Потому, что вы будете расходовать свои сбережения, и их размер начнет уменьшаться. Конечно, на протяжении всего этого срока вы обязательно должны пользоваться преимуществами, которые дает вам фактор времени: периодически проверять состояние инвестиций и вносить корректировки по мере необходимости. Для других инвестиций оценить временной горизонт еще проще. Например, у образовательных накопительных планов вряд ли будет много неопределенности относительно планируемого срока вложений.

## **Теперь о риске**

В сущности, вопрос не в самом риске, а в том, какой риск вы готовы принять в расчете на более высокую доходность. Хватит ли вам смелости сделать ставку на один горячий сектор, например технологический, или вы предпочтете распределить свои вложения по широкому набору акций? Будете ли вы довольствоваться облигациями или инвестируете все деньги в рынок акций?

Профессионально управляемые пенсионные фонды обычно составляют пространные заявления об инвестиционной политике, в которых детально разъясняют, какой риск они принимают на себя. В то же время некоторые инвесторы принимают инвестиционные решения без всякой оглядки на возможные риски. Сегодня все больше финансовых консультантов и брокеров предупреждают людей о необходимости учитывать риски при разработке личных финансовых планов. Хотя некоторые воспринимают это предостережение лишь как уловку, позволяющую продать больше взаимных фондов, определенное внимание оценке рисков может щедро окупиться.

В большинстве вопросников для оценки риска можно выделить три ключевые области интереса. Первую, инвестиционный горизонт, мы рассмотрели выше. Две другие — индивидуальная склонность инвестора к риску и его способность принять эти риски. Способность описать просто. Если ваши

инвестиции окажутся неудачными, вы отправитесь в богадельню? Если вы по уши в долгах, не стоит рисковать последними грошами, вкладывая их в потенциально высокодоходные и высокорискованные бумаги. Вот типичные вопросы, которые задают инвесторам: какая часть вашего месячного дохода идет на оплату долгов по старым кредитным картам, являетесь ли вы домовладельцем, и какова оплаченная доля собственности, если дом куплен на ипотечный кредит. Если разворот на рынке, даже очень маловероятный разворот, приведет к катастрофе, значит инвестор пытается прыгнуть выше головы и должен уйти с рынка, прежде чем случится худшее.

Оценить индивидуальную склонность к риску гораздо сложнее. Большинство вопросников, финансовых консультантов и фондов пытаются преподать инвесторам немного истории, чтобы охладить пыл, но не отпугнуть потенциальных клиентов. В конце концов, наверняка можно сказать лишь то, что рынки падают, и часто падают гораздо сильнее, чем ожидает большинство инвесторов. Находясь на падающем рынке невесело, но вы можете только предполагать, какое падение рынка окажется выше вашей устойчивости к риску. Если вы прочитали краткий обзор истории рынка в этой книге, то уже знаете, что может случиться с инвестором. Если ничто из прочитанного не вызвало у вас беспокойства, есть куда более мрачные истории о медвежьем рынке 1974 г. или обвале 1929 г., которые я советую вам прочитать. Постарайтесь как можно красочнее представить, что чувствовали инвесторы в период, скажем, с 1929 по 1932 г., когда фондовый рынок потерял порядка 80% своей стоимости.

Конечно, в рамках короткого вопросника невозможно изложить историю рынка, поэтому их составители иногда пытаются одновременно предостеречь и напугать. Как правило, инвесторов просят ответить на вопрос «Что вы будете делать, если рынок упадет на 20%? Немедленно продавать все, покупать еще больше акций или делать нечто среднее?» Затем, когда инвестор определится со своей реакцией на 20-процентное падение, ему задают следующий вопрос: «Что вы будете делать, если рынок упадет еще на 15%? Посмотрите, как мало осталось денег!»

В главе 20 мы рассмотрим четыре портфеля и приведем некоторые статистические данные, позволяющие оценить их эффективность в последние годы. Проанализируйте вашу ситуацию и решите, какой уровень риска является приемлемым для вас. Уровень волатильности этих портфелей и ваши представления о риске помогут вам определить, в каком направлении двигаться.



## Глава 19



# Индивидуальный подход к распределению активов

**П**ознакомившись в главе 18 с теоретическими основами распределения активов, перейдем к разработке инвестиционного плана. В качестве строительных элементов возьмем классы активов — группы акций или облигаций, которые характеризуются определенным поведением и соотношением «риск/доходность». При индексном инвестировании классы активов могут быть представлены индексными фондами или ETF. В этом случае инвестору не придется выискивать активно управляемые фонды или отдельные акции, поведение которых соответствует его ожиданиям.

В широком смысле классы активов — это американские акции, иностранные акции, облигации и денежные инструменты. Эти группы ценных бумаг существенно отличаются друг от друга. Акции во многом зависят от будущих прибылей компании — растут, когда компания работает успешно, и падают, когда компания работает плохо. Облигации — это обещание выплатить оговоренные суммы: вы либо получаете обещанное, либо нет, но здесь нет запредельных прибылей. Денежные инструменты — это денежные инструменты. С иностранными акциями связаны дополнительные риски, обусловленные валютными курсами, спецификой местных законодательств и регулирования и особенностями национальной экономики.

Классы активов часто бывают более узкими, чем просто акции, облигации, денежные инструменты и иностранные акции. Больше всего классов выделяют в акциях американских компаний. Именно ими пытаются оперировать большинство американских инвесторов в стремлении повысить доходность и снизить риски своих портфелей. Любой, кто интересовался взаимными фондами и фондами денежного рынка, сталкивался со сравни-

тельными таблицами, обычно состоящими из трех колонок и трех строк, как показано ниже.

	Рост	Смешанный портфель	Стоимость
Высокая капитализация			
Средняя капитализация			
Малая капитализация			

Это распространенный способ деления американского рынка по классам активов. Акции классифицируются по рыночной капитализации их эмитентов и категориям роста и стоимости. Колонка «смешанный» охватывает портфели и взаимные фонды, которые объединяют акции роста и стоимости примерно в равных пропорциях. Этот метод деления рынка основан на трехфакторной модели Фамы — Френча, которую мы рассматривали в главах 14 и 15. Комбинация двух факторов из этой модели дает нам девять категорий, представленных в таблице. Для каждой из указанных категорий существуют свои индексы, но не всегда есть индексные фонды. Далее мы сосредоточимся на ячейках, соответствующих высокой капитализации, росту, стоимости, а также средней и малой капитализации. Хотя иностранные акции не вошли в эту таблицу, они являются важным классом активов и также заслуживают внимания.

Облигации — далеко не самые простые инструменты, как может показаться. Прежде всего, они существенно различаются по режимам налогообложения. Процентный доход по облигациям штатов и муниципалитетов обычно освобождается от федерального подоходного налога и подоходного налога того штата, где они выпущены. Среди облагаемых налогом облигаций имеется множество групп и подгрупп со своими нюансами и соотношениями доходности и риска. В нашем разговоре о распределении активов мы будем опираться на четыре класса облигаций: обычные облигации инвестиционного уровня, бросовые облигации, обеспеченные активами облигации и облигации, номинированные в иностранных валютах. Итак, давайте проведем экскурс по вышеперечисленным классам активов и посмотрим, как они влияют на риски и доходности инвестиционного портфеля.

## **Акции компаний высокой капитализации из S&P 500**

Это отправная точка при разработке практически любого инвестиционного плана в США. На протяжении последних 75 лет акции демонстрировали существенно более высокие доходности, чем облигации, при некотором дополнительном риске. Эта длинная история, о которой мы много говорили в этой книге, была подвергнута детальному анализу в недавних исследованиях<sup>48</sup>.

К классу высокой капитализации обычно относятся акции компаний с рыночной капитализацией \$4 млрд и больше. В качестве ориентира: на конец

мая 2000 г. крупнейшая компания в индексе S&P 500 и крупнейшая компания в США, General Electric, имела рыночную капитализацию порядка \$521 млрд. Компания номер 354 в индексе S&P 500, NCR Corporation, имела рыночную капитализацию чуть более \$4 млрд. В общем, когда говорят о высокой капитализации, обычно имеют в виду либо S&P 500, либо 400–500 крупнейших публичных компаний на американском рынке. Среди торгующихся на фондовом рынке компаний они являются наиболее известными и надежными. Более того, в силу размера и опыта этих компаний их акциям присущи меньшие финансовые риски, чем акциям более мелких компаний.

Можно посмотреть на более узкие индексы, чем S&P 500. Например, на индекс S&P 100, включающий самые крупные компании из S&P 500. Этот портфель характеризуется намного более низкой оборачиваемостью и гораздо большей стабильностью, чем S&P 500 в целом. В периоды, когда компании высокой капитализации доминируют на рынке, как в 1995–1999 гг., S&P 100 может быть самым выгодным вложением средств. Еще один узкий индекс компаний высокой капитализации — знаменитый Dow Jones Industrials. Если вы хотите держать в своем портфеле только голубые фишки, просто купите все 30 акций из Dow Industrials.

На протяжении последних 25 лет (с 1975 по 1999 г. включительно) S&P 500 приносил порядка 15,7% годовых без учета инфляции. За тот же период среднегодовая инфляция составила 4,7%, поэтому доходность с учетом инфляции, или реальная доходность, составила порядка 11%. Хотя 25 лет — довольно длительный срок, здесь наблюдается определенный перекося в сторону более высоких доходностей. В 1975 г. закончился глубокий медвежий рынок 1973–1974 гг., ознаменовавшийся сильнейшим падением акций, а 1999 г. стал окончанием периода рекордного роста в современной истории фондового рынка.

Как мы не раз говорили, с акциями всегда связан риск. Конечно, акции компаний высокой капитализации, как правило, менее рискованны, чем акции малых или иностранных компаний, но все же они более рискованны, чем облигации. Акции могут падать, причем внезапно: после длительных периодов необычайно быстрого роста они часто делают резкий разворот и начинают скольжение вниз. Короче говоря, акции не имеют никаких гарантий и должны рассматриваться как рискованный инструмент. Тем не менее, если попросить любого инвестора сформировать портфель только из активов двух классов, одним из них непременно будут акции крупных американских компаний. Наконец, инвестирование в акции крупных компаний через индексные фонды или ETF предлагает практически самый низкий уровень издержек.

## **Рост и стоимость**

В главе 14 мы уже рассматривали акции роста и стоимости. Эти акции могут и должны рассматриваться как самостоятельные классы активов, учитывая

существенные различия в их профилях риска и доходности. Если брать 25-летний период в целом (начиная с 1975 г., когда начали рассчитываться подиндексы роста и стоимости для S&P 500), то акции стоимости опережают акции роста. Среднегодовая доходность акций стоимости в указанный период составила 16% против 15% у акций роста при меньшем риске: стандартное отклонение для той и другой категории равно 14,2% и 16,2% соответственно. Однако акции роста догоняют акции стоимости — в последние 5 и 10 лет лидировали именно они. Более важным или досадным для инвесторов является то обстоятельство, что разрыв между доходностями этих классов активов на коротких интервалах может быть очень большим. Последние пять лет, по 1999 г. включительно, акции роста приносили 28,2% годовых, тогда как акции стоимости всего 18,9%, почти на 10% меньше. При этом акции стоимости сохранили свое 1-процентное преимущество в уровне риска. Одной из причин подобного разрыва в доходностях может быть сильнейший бычий рынок, но это вряд ли утешит инвесторов, которые оказались не на той стороне границы рост / стоимость.

Категории роста и стоимости предлагают два ключевых урока для построения портфеля. Во-первых, риск имеет значение. Меньшая рискованность акций стоимости делает их привлекательными и поддерживает популярность среди инвесторов даже в периоды существенного отставания от акций роста. Во-вторых, если кому-то требуется напоминание о том, что значение имеют лишь те доходности, о которых мы не знаем, т. е. будущие доходности, то акции роста и стоимости служат хорошим примером. У нас нет простого и общепринятого способа предсказания, какая из категорий переиграет другую в любом отдельно взятом году. Единственное, о чем можно говорить с уверенностью, — это о том, что смена периодов лидерства занимает несколько месяцев, а сами периоды длятся от года до двух и даже трех лет. Другими словами, если вы видите, что последние год-полтора прослеживается четкая тенденция, то можете обоснованно рассчитывать на то, что она сохранится еще какое-то время.

## **Акции компаний малой капитализации**

Одна из тем, вокруг которой идут давние и жаркие споры в инвестиционных и финансовых кругах, — это «эффект малых компаний», т. е. способность акций компаний малой капитализации показывать более высокую доходность, чем акции крупных компаний. Если это действительно так, то любой серьезный долгосрочный инвестор должен иметь в своем портфеле изрядную долю таких акций. По поводу акций малых компаний наверняка можно сказать лишь одно: независимо от доходности они всегда более рискованны. Основной спорный момент связан с тем, являются ли периоды более высокой доходности акций малых компаний случайными или же имеют устойчивый паттерн. Учитывая, что доходности любых акций подвержены довольно



сильным колебаниям, неудивительно, что временами акции малых компаний переигрывают акции крупных. На самом деле, история не дает нам ни неопровержимых доводов в пользу покупки акций малых компаний, ни четких указаний на то, когда они могут переиграть своих крупных собратьев. История ясно говорит об одном: акции малых компаний обычно более рискованны, чем акции крупных. Практически при любом падении рынка все начинают жаловаться на то, что ведущие индексы, такие как S&P 500 и Dow Industrials, преуменьшают масштабы потерь. Если что-то и преуменьшается, так это потери акций малых компаний.

Среди сегодняшних компаний малой капитализации вряд ли можно найти новую Microsoft или Cisco. Почему-то многие инвесторы представляют себе малые компании в виде «доткомовского гаража», где пара сотрудников разрабатывает веб-сайты следующего поколения. Как бы романтично это ни звучало, на деле все не так. В одной из научных работ были исследованы 20% самых мелких по рыночной капитализации компаний из тех, что торгуются на Нью-Йоркской фондовой бирже. В этой группе, безусловно, много интересных субъектов, но реальных «компаний в гараже» почти нет. Что касается доткомов 1990-х гг., то большинству из них удалось стать компаниями высокой капитализации после первоначального публичного предложения. Сегодня судьба многих из них развивается по иному сценарию, далекому от того, который мы привыкли ассоциировать с малыми компаниями. Как и где найти новую Microsoft или Cisco, ни теории о сверхдоходности акций малых компаний, ни другие концепции, к сожалению, не объясняют.

Если взять данные за последние 75 лет, можно увидеть, что инвестор, купивший акции малых компаний, страдал бы от гораздо более сильных колебаний стоимости своего портфеля при более высоких рисках, но в конце концов был бы вознагражден высокой доходностью. Об этом следует помнить, когда вы думаете о том, насколько рискованный портфель вам нужен. Если вы агрессивный инвестор — из разряда тех, кто легко идет на дополнительные риски в надежде оказаться в правильном месте в один из редких правильных моментов, — то акции компаний малой капитализации должны присутствовать в вашем портфеле.

Наконец, с акциями малых компаний связана проблема распределения активов. Пропорция или вес, присваиваемый каждому классу активов, обычно оценивается по отношению к рынку. На малые компании приходится очень незначительная часть американского рынка акций. Если взять фондовый рынок США в целом — за исключением иностранных акций, АДР, ETF, закрытых фондов и других недолевых инструментов, — то малые компании составляют немногим менее 7% суммарной капитализации рынка, хотя и 85% от числа всех эмитентов. Компании высокой капитализации представляют 83% суммарной капитализации рынка и 6% от числа эмитентов. Остальное приходится на компании средней капитализации. Если доля малых компаний в портфеле акций составляет 7%, такой портфель считается взвешенным по рынку. Следовательно, если агрессивный инвестор хочет сделать

ставку на малые компании, их вес в портфеле должен быть больше 7%. В какой мере — большой вопрос, но 100-процентное повышение веса малых компаний (до 14%), пожалуй, слишком много по большинству стандартов управления активами. Дело в том, что рыночный портфель по существу является портфелем компаний высокой капитализации, и инвестирование в малые компании требует сознательного решения сосредоточиться на этом классе активов.

## Иностранные акции

Иностранные акции, долевые бумаги, выпущенные компаниями из других стран, — класс активов, представляющий значительный интерес. Но прежде чем перейти к его обсуждению, давайте определимся с терминологией. Определение *иностранные* обычно относится к бумагам, выпущенным в других странах, т. е. не в США. Хотя такое толкование может отличаться от словарных определений, именно в этом смысле оно используется в инвестиционном мире, особенно в отношении взаимных фондов.

Вторая группа определений разграничивает развитые или индустриальные страны и развивающиеся рынки. *Развивающиеся рынки* — инвестиционный термин, относящийся к развивающимся странам, или так называемым менее развитым странам. Этот, внешне чисто терминологический, вопрос, очень актуален для стран, поскольку название влияет на их способность привлекать капитал на глобальных рынках, получать кредиты у банков, и — самое главное — много значит для их национального эго. Несмотря на важность подобной классификации, на настоящий момент нет единодушия по поводу того, как следует определять статус страны и кто должен проводить такую классификацию. В некоторых случаях вопросов не возникает: Великобритания и Япония — развитые страны, Малайзия — развивающаяся страна. С другими странами, особенно в южной и восточной части Европы, все не так ясно. Например, предполагается, что Греция «дорастет» до статуса развитой страны к тому моменту, когда станет полноправным членом Евросоюза.

Для американских инвесторов, которые ведут свои счета в долларах США, инвестирование на любом иностранном рынке сопряжено с целым спектром валютных рисков. Инвестирование на развивающихся рынках создает дополнительный слой рисков. Мы начнем с иностранных акций развитых стран, после чего коротко затронем развивающиеся рынки.

### Развитые страны

У инвесторов, которые держат акции, выпущенные в других странах, появляется новый повод для головной боли — валютный риск, поскольку основные рынки этих акций находятся за пределами США и торгуются они не в долларах США, а в местной валюте. Другими словами, помимо рисков, свя-

занных с падением акций или фондов, инвесторы вынуждены беспокоиться о колебаниях валютных курсов. Изменение курсов валют в 10%, 20% и больше в течение года — не редкость. Новая общеевропейская валюта, евро, в момент введения торговалась по \$1,17, а год спустя за евро давали чуть больше доллара. Любой инвестор, имеющий европейские акции, потерял почти 15% в течение 1999 г. на колебаниях валютных курсов независимо от того, какой результат показали зарубежные фондовые рынки. Конечно, движение может быть и обратным, а курс доллара США может упасть и принести находящимся в иностранных бумагах инвесторам неожиданную прибыль. Главное, инвесторы должны понимать, что международное инвестирование сопряжено с дополнительными рисками, которых нет на отечественном рынке.

В то же время здесь могут быть свои преимущества. Рынки в США и других странах не являются идеальными копиями друг друга. Часто, когда один из них растет, другой может взять передышку или даже упасть. Следовательно, вложение денег в иностранные рынки открывает возможность диверсификации вложений и снижения общего риска портфеля. Это одна из главных причин для инвестирования за пределами своей страны. Конечно, некоторые непредвиденные потрясения, такие как российский дефолт летом 1998 г., рождают разрушительные цунами, затрагивающие весь земной шар, однако большинство движений рынков на недельных и месячных интервалах не демонстрирует полной корреляции. Это означает, что диверсификация будет работать.

Даже если иностранные рынки позволяют снизить риски за счет диверсификации и получить непредвиденные прибыли из-за колебаний валютных курсов, они не предлагают более высоких доходностей по сравнению с внутренним рынком. В современном глобальном и взаимосвязанном мире нет причин, по которым компания в одной промышленно развитой стране может быть значительно более или менее прибыльной, чем компания в другой развитой стране. Автомобилестроение в Европе — ничуть не лучше и не хуже, чем автомобилестроение в США или Японии. В противном случае автомобильные компании быстро переместились бы туда, где лучше. А если бы такого не произошло, то рост цен на акции в более прибыльных странах и падение цен на акции в менее прибыльных странах быстро свели бы разницу на нет. Рынки работают, и информация распространяется мгновенно. Вот почему не стоит рассчитывать на сверхприбыли, покупая акции на других развитых рынках.

Это верно, что японский фондовый рынок значительно опережал рынок США в 1970-х и 1980-х гг. Но тут действовали другие факторы. Во-первых, курс пары иена/доллар резко сместился в пользу иены — с 360 иен за доллар примерно до 100 иен за доллар. Во-вторых, в начале указанного периода Япония была не такой промышленно развитой страной, как США. Наконец, некоторые негативные изменения не сразу проявляются на рынке. После резкого спада в 1990 г. японский фондовый рынок так и не вос-

становился и в течение 1990-х гг. потерял большую часть прироста 1970-х и 1980-х гг.

Последнее замечание относительно международного инвестирования касается доли портфеля, которая должна приходиться на иностранные акции. Рынок США, даже после взлета во второй половине 1990-х гг., представляет чуть менее половины мирового фондового рынка<sup>49</sup>. Однако большинство американских инвесторов считают, что держать половину своего портфеля акций за пределами США очень рискованно. Даже 25-процентная доля иностранных акций в портфеле кажется неоправданно большой для американцев. В результате очень немногие американские инвесторы близко подходят к рыночному взвешиванию для своих международных инвестиций.

### **Развивающиеся рынки**

Развивающиеся рынки характеризуются очень высокими рисками и иногда очень высокими доходностями. Если вы твердо решили попытаться счастья на них, лучший способ это сделать — через индексные фонды при их наличии. Как правило, получить адекватную инвестиционную и финансовую информацию на уровне компаний на развивающихся рынках значительно сложнее, чем на развитых. Риски и издержки здесь также выше. Это значит, что вы должны использовать любую возможность для уменьшения рисков и снижения издержек. Индексные фонды — благодаря диверсификации и относительно низкому уровню расходов — позволяют этого добиться.

Развивающиеся рынки как группа представляют очень небольшую часть мирового фондового рынка<sup>50</sup>. Иными словами, если вы хотите взвесить свой портфель по рынку, под этот класс активов следует выделить относительно малую долю своих средств. Кроме того, необходимо учитывать высокую волатильность этого класса активов — стандартное отклонение для индекса из группы S&P/IFC намного превышает стандартное отклонение для S&P 500 или MSCI EAFE (общепринятых индикаторов развитых рынков). Таким образом, инвесторы должны хорошо понимать риски, присущие развивающимся рынкам, и придерживаться рыночного взвешивания — конечно, если только они не считают себя высококлассными специалистами в этой сфере.

### **Облигации**

Этот класс активов с фиксированным доходом используется большинством инвесторов главным образом для управления рисками. *Бумаги с фиксированным доходом* — традиционный термин для обозначения облигаций и бумаг денежного рынка, которые приносят своим владельцам твердый регулярный доход. Если вы покупаете облигации, то никогда не заработаете больше, чем ожидали. Если все складывается хорошо, и даже если все складывается необычайно хорошо, вы получаете только процентные платежи и основную

сумму при погашении и ничего больше. Если вы покупаете акции и если все складывается замечательно, стоимость ваших вложений может взлететь в разы. В то же время облигации, как и акции, не дают никаких гарантий: если ситуация развивается не так, как ожидалось, даже по облигациям вы можете не получить ничего. Люди любят облигации, потому что в большинстве случаев те обеспечивают стабильный доход в виде процентных платежей. Кроме того, хотя облигации вполне могут обернуться катастрофой, большинство людей уверено в том, что они надежнее акций и могут обеспечить определенную защиту в тяжелые времена. Разновидностей облигаций очень много, и они образуют несколько классов активов, некоторые из которых лучше оставить профессиональным трейдерам, понимающим, во что они влезают.

У облигаций обычно есть кредитные рейтинги, и управляющие компании обязаны сообщать, облигации с каким рейтингом держит их взаимный фонд. Рейтинг — это оценка способности заемщика выполнять свои обязательства, т. е. вовремя выплачивать проценты и погасить основную сумму. Все облигации делятся на две большие категории — облигации инвестиционного уровня и бросовые облигации. Внутри каждой категории есть несколько рейтинговых уровней. Присвоением рейтингов занимаются агентства, которые специализируются на кредитном анализе, в том числе Standard & Poor's и Moody's Investor Services.

Облигации также различаются по тому, как структурированы платежи и может ли варьироваться размер платежей в течение срока их существования. Самый простой (plain vanilla) вид облигаций называют обычными или прямыми облигациями. Эти облигации предполагают фиксированные процентные выплаты обычно два раза в год по ставке, установленной на момент выпуска. Инвесторы, которые хотят ограничить риски своего портфеля, чаще всего покупают обычные облигации инвестиционного уровня. Риск банкротства компании, выпустившей облигации (и взявшей в долг деньги у их держателей), — не единственный риск, связанный с этими долговыми бумагами. Когда процентные ставки растут, цены облигаций падают<sup>51</sup>. Таким образом, риск изменения процентных ставок — еще одна разновидность риска, с которой сталкиваются инвесторы.

Другой класс активов составляют облигации, обеспеченные финансовыми инструментами или кредитами. Самыми распространенными из них являются ипотечные ценные бумаги, которые создаются, когда финансовый институт покупает ипотечные кредиты и затем выпускает под них облигации. Каждый, кто когда-либо читал надпись мелким шрифтом в своем ипотечном договоре, знает, что обычно заемщику разрешается погасить кредит раньше срока, если он хочет (или если продает дом до истечения 30 лет). При досрочном погашении базовых кредитов небольшая часть облигаций также погашается досрочно. Если ипотечные кредиты имеют плавающую процентную ставку, то может изменяться и график платежей, ожидаемых инвестором. Эти ценные бумаги, которые часто называют облигациями, обеспеченными

активами, являются более сложными инструментами и несут свои риски, связанные с движением процентных ставок.

Последний вид облигаций, который мы упомянем, — бросовые облигации. Эти бумаги выпускаются компаниями с сомнительным кредитным качеством, которые могут обанкротиться задолго до срока погашения. Конечно, высокие риски обычно компенсируются очень высокими процентными ставками. Более того, если компания работает успешно, ее бумаги могут оказаться гораздо менее рискованными, чем предполагалось. В таких случаях рейтинговые агентства обычно повышают кредитный рейтинг, и цены облигаций могут резко подскочить. Риски бросовых облигаций связаны с конкретными компаниями-эмитентами. Поэтому эта группа ценных бумаг зачастую больше похожа на акции, чем на облигации инвестиционного уровня.

## **Денежные инструменты**

Последний класс активов является самым простым, но в то же время одним из самых важных — это денежные инструменты. В инвестиционной практике под денежными инструментами понимаются, в частности, казначейские векселя или фонды денежного рынка, с очень короткими сроками погашения и относительно низким или нулевым кредитным риском. Хотя доходность таких инструментов обычно бывает очень небольшой, они предлагают значительную надежность и безопасность. Для инвестора инструменты денежного рынка выполняют две функции. Во-первых, при коротких сроках вложений они являются единственным разумным вариантом. Если вы планируете внести плату за обучение на следующей неделе или сделать первый взнос за дом через месяц, держите средства в денежных инструментах, а не в облигациях или акциях. Вероятность большого падения акций на месячном интервале может быть небольшой, но если это случается, последствия оказываются катастрофическими. Во-вторых, денежные инструменты предлагают самый эффективный способ снижения риска. Как мы видели в главе 12, небольшая доля денежных инструментов может в значительной мере снизить риск вашего портфеля.

Денежные инструменты охватывают целый спектр инвестиций, многие из которых имеют свои особенности. Во-первых, существует несколько категорий фондов денежного рынка, в том числе специализирующихся на облагаемых и не облагаемых налогом муниципальных облигациях и федеральных инструментах. Процентный доход по последним обычно освобождается от уплаты подоходного налога на уровне штата и местных образований, но не от федерального подоходного налога. Во-вторых, некоторые пенсионные планы 401(k) и другие инвестиционные программы предлагают «фонды стабильного дохода», очень похожие на денежные инструменты, за исключением чуть более высоких процентных ставок. Чаще всего это гарантированные инвестиционные контракты страховых компаний. Поскольку гаран-

тия дается только страховой компанией, а не государством, к таким контрактам следует относиться с долей скептицизма. Процентные ставки по этой категории вложений устанавливаются не рынками, где торгуются ценные бумаги, а страховой компанией, исходя из доходности ее собственных инвестиций и операций. В результате процентные ставки не подвержены сильным колебаниям, как на открытом рынке. Это может вводить в заблуждение. Если процентные ставки на рынке резко пойдут вверх или вниз, ставки гарантированных инвестиционных контрактов в скором времени последуют за ними.

Для каждого из перечисленных классов активов есть один или несколько индексов и во многих случаях взаимные фонды или ETF на базе этих индексов. Если классы активов — конструктивные элементы инвестиционной программы, то фонды — это кирпичи и цемент для построения инвестиционного плана. Подводя итог сказанному, в главе 20 мы рассмотрим четыре портфеля с разными уровнями риска, а в главах 21 и 22 ответим на вопросы, которые чаще всего возникают в связи с долгосрочными инвестиционными планами.





## Глава 20



# Четыре портфеля для четырех инвесторов

### Оценка долгосрочных доходностей в целях распределения активов

**П**ервый шаг в построении портфеля — составление перечня возможных классов активов и индексов. Если вы думаете, что можно сформировать портфель из разных классов активов без опоры на соответствующие индексы, процесс и результаты инвестиционного планирования могут вас разочаровать. Даже столь далекая от фондового рынка область, как живопись импрессионистов, не может серьезно рассматриваться как объект вложений без изучения динамики изменения ее стоимости в прошлом. Конечно, большинство людей, покупающих или вкладывающих деньги в картины импрессионистов и другие произведения искусства, делают это не только из финансовых соображений. Большинству инвесторов взаимных фондов интересна, однако, вовсе не внутренняя красота, присущая инвестиционным стратегиям фондов. После определения возможных классов активов и индексов они должны сделать второй шаг — оценить или спрогнозировать доходности, риски и корреляции для различных классов активов и индексов. Это необходимое условие для построения оптимального портфеля инвестиций.

Самый простой и практичный способ оценки рисков и корреляции — анализ фактических данных за достаточно длительный прошлый период. Хотя риски не постоянны, они меняются намного меньше, чем доходность. К тому же риски и корреляцию труднее оценить на основе предположений или аналитических моделей. Рассматриваемый период должен охватывать

по меньшей мере одну рецессию или разворот рынка, а также разумное количество лет. В приведенных примерах мы использовали месячные данные с начала 1989 г. по май 2000 г. Как это часто бывает, данные для анализа ограничены наличием длинных исторических временных рядов. Для многих классов активов, особенно для акций развивающихся рынков и некоторых видов облигаций, трудно найти данные за период более 10–15 лет.

Доходности гораздо изменчивее рисков, а для многих инвесторов и гораздо важнее. Поэтому давайте поподробнее остановимся на оценке доходностей. Для рассматриваемых портфелей мы прогнозируем доходности исходя из ряда экономических допущений, перечисленных в таблице 20-1.

Фондовый рынок не может существовать и расти изолированно от экономики. Долгосрочная доходность рынка напрямую зависит от успехов экономики, поэтому с нее мы и начнем. Экономический рост можно спрогнозировать на основании двух факторов: роста численности рабочей силы и роста производительности труда. Согласно демографическому прогнозу численность рабочей силы в США должна увеличиваться примерно на 0,9% в год в течение следующих 10–20 лет. Основной рост будет происходить за счет людей, достигших трудоспособного возраста, 16 лет. Поскольку все, кому исполнится 16 лет до 2016 г., уже родились, этот показатель определить нетрудно. На него также влияет иммиграция, поэтому серьезные изменения в иммиграционной политике США могут отразиться на темпах экономического роста.

Таблица 20-1

**Оценка долгосрочных доходностей  
(с использованием данных за период с 1989 по 2000 г.)**

Экономический элемент	%
Рост численности рабочей силы	0,9
Рост производительности труда	2,5
Реальный экономический рост	3,4
Инфляция	2,6
Номинальный экономический рост	6,0
Доходность денежных инструментов	6,0
Премия за риск по 10-летним правительственным облигациям	1,0
Доходность 10-летних правительственных облигаций	7,0
Премия за риск вложения в акции	3,3
Доходность акций компаний высокой капитализации	10,3
Премия за риск для акций компаний малой капитализации	1,0
Доходность акций компаний малой капитализации	11,3
Иностранные акции	10,3

Второй фактор — производительность труда, т. е. эффективность рабочей силы. До недавнего времени это был малопонятный показатель, которым

оперировали только экономисты, а все остальные игнорировали. В последние два-три года на фоне разговоров о новой экономике газеты заинтересовались темой производительности. Производительность измеряется средней выработкой или объемом продукции, произведенным одним работником за единицу рабочего времени. Каждый год производительность труда немного повышается, т. е. ежегодно мы производим чуть больше за то же рабочее время. Как это удается? Отчасти благодаря использованию более совершенных орудий труда, более мощных компьютеров, более эффективного программного обеспечения и т. д., отчасти потому, что мы становимся более умными и подготовленными для выполнения своей работы. Если это кажется чудом, то так оно и есть. Но, кроме того, это источник экономического прогресса. Рост производительности труда позволяет нам выпускать намного больше, чем поколение наших родителей или прадедов, часто при меньших затратах времени.

Какого роста производительности труда нам следует ожидать? В золотой век, 1960-е гг., говорили о 3%, в трудные 1970-е гг. все были рады 1%. В 1980-х и начале 1990-х гг. темпы ускорились и затем резко пошли вверх в конце 1990-х гг. Приведенный в таблице показатель 2,5% приверженцы новой экономики с презрением отвергнут как слишком низкий. Отвергнут его и традиционалисты, не устающие предостерегать об «иррациональном оптимизме»<sup>52</sup>. Однако он дает результаты, согласующиеся с недавними комментариями ФРС и экономическими прогнозами из авторитетных источников. Кроме того, если изменить показатель производительности, не меняя других данных, мы просто получим необоснованно высокий или низкий уровень доходности. Поэтому при исследовании портфелей мы будем исходить из роста производительности на уровне 2,5%.

Если сложить прирост численности рабочей силы (0,9%) и прирост производительности труда (2,5%), мы получим реальный темп экономического роста 3,4%. Реальный — означает экономический рост с учетом инфляции. Это лучше, чем результаты экономики за последние 20 лет, но хуже результатов за последние три-четыре года. Инфляция — следующая ключевая переменная. Мы используем прогнозный уровень инфляции, равный 2,6%, который также согласуется с оценками ФРС. Добавляем инфляцию к реальному росту и получаем номинальный экономический рост 6%. Это также ожидаемый показатель доходности денежных инструментов.

В долгосрочном плане трудно получить более высокую инвестиционную доходность, чем темпы роста экономики, если только инвестор не готов идти на дополнительные риски. Даже если бы у нас была возможность вложить деньги в экономику в целом, мы не избавились бы от рисков, связанных с возможностью рецессии и иных неблагоприятных событий, мы просто диверсифицировали бы все остальные риски по экономике в целом. Кто-то может сказать, что в этом случае лучше инвестировать не в одну экономику, скажем, США, а принять глобальный подход. Но глобальная экономика приносит множество новых рисков, которые отсутствуют в рамках одной стра-

ны, такой как США, например колебания валютных курсов и политические потрясения. Если смотреть с точки зрения не рисков, а доходности, то эта низкорисковая инвестиция не может расти быстрее, чем источник ее стоимости и доходности — экономика в целом.

Конечно, хотелось бы инвестировать не только в казначейские векселя или денежные инструменты и получать больше, чем 6%, включая инфляцию. Но более высокая доходность всегда связана с более высокими рисками. Вложение денег в облигации вместо денежных инструментов приводит к появлению дополнительных рисков, поскольку рынок облигаций движется в ответ на изменения процентных ставок. В течение срока существования 10-летней казначейской облигации ее стоимость и доходность, которая определяется полученным и реинвестированным процентным доходом, могут существенно меняться. Чтобы компенсировать эти риски, инвесторы требуют более высокой доходности. За последние 10 лет избыточная доходность или премия за риск составляла порядка 1%, что дает прогнозируемую доходность среднесрочных казначейских облигаций на уровне 7%. Казначейские облигации фактически не несут кредитного риска, потому что теоретически государство всегда может напечатать деньги, чтобы расплатиться по своим долгам. (Более того, с учетом профицита бюджета на начало 2000 г. некоторые политики всерьез рассуждают на тему о том, сколько времени потребуется, чтобы выплатить весь государственный долг.) Другие виды облигаций несут кредитный риск и предлагают более высокую доходность, чем казначейские бумаги, чтобы компенсировать эти дополнительные риски. Общий принцип таков: по мере возрастания рисков, или снижения кредитного рейтинга с AAA до BBB и ниже, доходность должна расти.

Пожалуй, показатель, который вызывает больше всего интереса и споров, — это премия за риск вложения в акции, т. е. разница между доходностью акций как более рискованных инструментов и безрисковой доходностью казначейских облигаций. Теме рискованной премии посвящена масса публикаций, а ее исторический размер до сих пор остается загадкой<sup>53</sup>. На протяжении большей части XX века премия за риск вложения в акции составляла примерно 6%. В то же время большинство исследований в области экономики и поведения потребителей могут объяснить в лучшем случае премию в 2–3%. Конечно, на результаты долгосрочных исследований заметно влияют такие периоды, как Великая депрессия, которые существенно увеличивают и риски, и доходности. В нашем случае показатель 3% был выбран исходя из того, что по прогнозам XXI век должен подарить нам более высокие темпы роста производительности труда и экономики, чем век XX, а также избавить нас от потрясений, подобных Великой депрессии. Разумеется, и в XXI веке будут рецессии, но без значительного риска полного коллапса экономики. Инвестиционное планирование с расчетом на возможность повторения Великой депрессии потребовало бы радикально иного подхода — в частности, увеличения в портфеле доли денежных инструментов и, пожалуй, иностранных акций.

Премия за риск вложения в акции в размере 3% плюс доходность казначейских облигаций дает ожидаемую доходность акций американских компаний высокой капитализации на уровне 10,3%. Это намного ниже, чем среднегодовая доходность рынка за период с 1996 по 1999 г., когда S&P 500 приносил 25% в год, но достаточно близко к фактической среднегодовой доходности долгосрочных инвестиций в период после Второй мировой войны. Так, доходность S&P 500 с учетом инфляции за последние 50 лет была близка к 7,8%. Сравнение этих расчетных значений с фактическими данными за последние несколько лет в очередной раз напоминает нам о том, насколько нетипичной была вторая половина 1990-х гг. для американского фондового рынка. Не думайте, что 10% в год это мало, за 7 лет они удваивают вложения — не такой уж и плохой результат.

Как уже говорилось, акции компаний малой капитализации предлагают небольшую рисковую премию в 1 процентный пункт по сравнению с акциями компаний высокой капитализации. Это не бесплатный подарок, поскольку акции малых компаний гораздо рискованнее и не приносят дополнительный доход из месяца в месяц. Мы отмечали, кроме того, что от крупных зарубежных компаний не стоит ожидать более высокой доходности, чем от ведущих компаний на американском рынке. В сегодняшнем глобальном мире, связанном в единое целое Интернетом, коммуникациями и международной конкуренцией, нет никаких предпосылок для того, чтобы компании в США были фундаментально более или менее прибыльными, чем компании в Японии, Европе, Канаде или любой другой промышленно развитой стране. По этой причине иностранные акции не имеют премии за риск. Их единственное преимущество — возможность диверсификации, для чего они

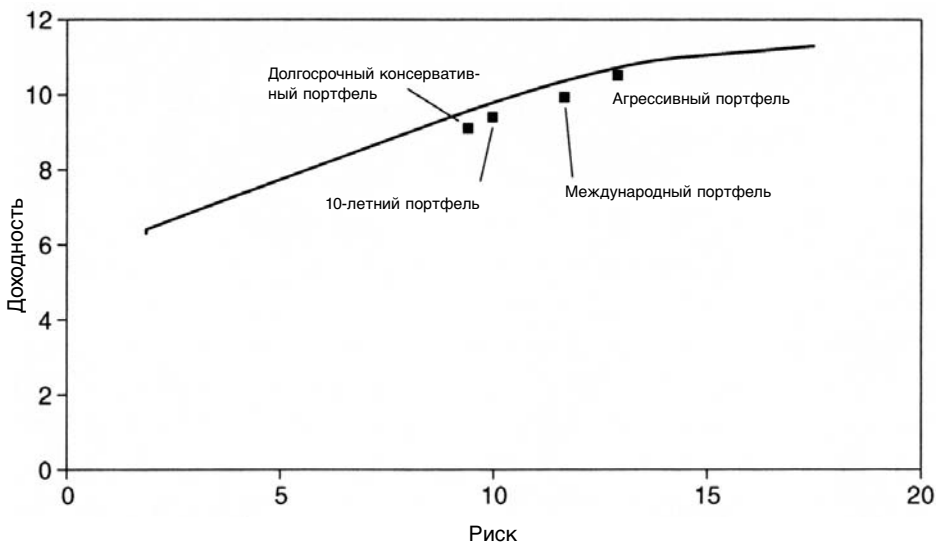


Рис. 20-1. Граница эффективности и четыре модельных портфеля

обычно и включаются в инвестиционные портфели. Данный аргумент неприменим к развивающимся рынкам. В странах с развивающейся экономикой условия очень сильно отличаются от условий в США. Темпы роста экономики и фондовых рынков здесь могут быть в 2–3 раза выше, но высокая потенциальная доходность сочетается с очень высокими рисками.

Если вы не согласны с нашей оценкой долгосрочных доходностей, то можете использовать таблицу 20-1 как отправную точку для составления собственных прогнозов.

В следующих разделах мы рассмотрим четыре модельных портфеля. Каждый из них может быть собран из индексных фондов (или во многих случаях из ETF) или из некой комбинации фондов и акций. Рисунок 20-1 и таблица 20-2 показывают границу эффективности и позволяют оценить положение портфелей относительно нее.

## **Консервативный портфель**

Первый портфель, который мы назвали долгосрочным консервативным, расположен левее всех остальных, поэтому является наименее рискованным. В то же время он находится не в крайней левой точке. Учитывая отдаленный инвестиционный горизонт и возможность отслеживать и корректировать позиции инвестора, было бы неразумно ограничивать вложения исключительно облигациями или денежными инструментами, поскольку это означало бы отказ от значительной доли доходности без ощутимой выгоды взамен. Конечно, если вы хотите, чтобы ваш портфель был настолько надежным, что подошел бы даже Рипу ван Винклю (литературный персонаж, проспавший 20 лет), — это не ваш вариант. Но если исходить из условий последних нескольких десятилетий, то он позволяет достичь вполне приемлемых долгосрочных инвестиционных целей. При этом нужно понимать, что такой портфель рассчитан на инвесторов с достаточно отдаленным инвестиционным горизонтом — 15 и более лет — и низкой склонностью к риску. Конечно, при таких временных рамках многие финансовые консультанты не советуют включать в портфель так много облигаций (40%). Но создать чуть больший перевес в сторону облигаций — простой способ скорректировать свой портфель, когда риски кажутся вам слишком высокими или вы планируете более короткие сроки вложений. Разумеется, взамен придется пожертвовать частью ожидаемой доходности.

В долгосрочном консервативном портфеле 60% средств вложено в акции крупных компаний. Это может быть сделано через индексный фонд или ETF на базе S&P 500. Можно использовать и другие индексы, хотя в этом случае труднее найти необходимую информацию, а из-за отсутствия конкуренции могут возникнуть сложности с поиском дешевого фонда. Остальные 40% вложены в 10-летние казначейские облигации. Это можно сделать через индексный фонд среднесрочных облигаций, который держит только надежные бумаги

инвестиционного уровня. (ETF, инвестирующих в ценные бумаги с фиксированным доходом, не существует.) Если вы располагаете значительными средствами, возможно, вам стоит поработать с брокером, чтобы сформировать портфель облигаций с заданным уровнем фиксированного дохода. В этом случае в портфель можно включить необлагаемые налогом муниципальные облигации, которые позволят немного выиграть на налогах.

Некоторым этот портфель может показаться скучным. В каком-то смысле так оно и есть — у вас не будет историй о суперрискованных и суперприбыльных инвестициях, чтобы делиться ими с друзьями на вечеринках. Но если брать последние два десятилетия, этот портфель не раз попадал точно в цель. Доля акций крупных компаний в размере 60% показала блестящие результаты во второй половине 1990-х гг., тогда как 40% в правительственных облигациях были гениальным решением в 1982–1984 гг., когда облигации не только опередили по доходности многие акции, но и побили большинство собственных прошлых рекордов. И все это при рисках, хотя и не нулевых, но очень умеренных.

Исходя из приведенных прогнозов доходностей и прошлых рисков, ожидаемая доходность этого портфеля должна составить порядка 9% годовых при риске (стандартном отклонении) 9,4%. Но это только прогнозы, а, как пишут в рекламных проспектах взаимные фонды, «прошлые результаты не гарантируют успеха в будущем». Величина стандартного отклонения предполагает, что две трети всего времени доходность будет колебаться в пределах от нуля до 18% в год. Другими словами, этот портфель — как практически любая инвестиция — может терять деньги.

## **Портфель с 10-летним инвестиционным горизонтом**

Второй вариант портфеля предназначается для инвестора с чуть более коротким — 10-летним — инвестиционным горизонтом и чуть большей готовностью к риску по сравнению с предыдущим инвестором. Ожидаемая доходность этого портфеля немного выше, на уровне 9,4%, при некотором дополнительном риске и сложности. Кроме того, такой портфель предлагает инвестору больше возможностей для внесения корректировок и изменения деталей в течение инвестиционного периода.

Во-первых, в 10-летний портфель добавлено 10% иностранных акций. Этот класс активов смоделирован на основе индекса MSCI EAFE. Это один из немногих широко используемых международных индексов, по которому накоплена значительная статистика. Имеются взаимные фонды на его базе, а отдельные компоненты EAFE выступают основой для ряда биржевых индексных фондов iShares MSCI<sup>54</sup>. Международный компонент не добавляет портфелю доходности, но за счет диверсификации устраняет некоторые риски.

Во-вторых, 10-летний портфель делит S&P 500 (или акции компаний высокой капитализации) на две части: рост и стоимость. Эти две категории ведут себя по-разному и имеют разные профили риска и доходности. Мы

исходим из того, что акции стоимости принесут чуть больше, чем акции роста, и присваиваем половине портфеля, вложенной в акции стоимости, ожидаемую доходность в 10,6%, а половине, вложенной в акции роста, — 10%. Эти показатели примерно соответствуют долгосрочной доходности той и другой категории акций в долгосрочной перспективе. Несмотря на то, что в последние несколько лет акции роста опережали акции стоимости, за весь период после 1975 г. акции стоимости все же показали чуть лучшие результаты. С точки зрения рисков, акции стоимости также обладают преимуществом, что отчасти объясняется более высокой дивидендной доходностью<sup>55</sup>. Поскольку портфель содержит обе категории акций в равном соотношении, результат получается таким же, как при использовании S&P 500. Однако у инвестора есть возможность в любой момент внести корректировки, чтобы либо немного снизить риски, либо сделать скромную ставку на свою способность предсказать краткосрочных победителей в гонке «рост-стоимость».

Этот портфель по-прежнему содержит довольно большую долю облигаций (30%). Такая позиция значительна, но она позволяет снизить риск на 10-летнем горизонте. Инвестор, считающий подобный подход чересчур консервативным, может заменить облигации акциями или рассмотреть два оставшихся портфеля.

## Международный портфель

По сравнению с другими тремя портфелями, здесь акцент смещен на иностранные акции. Временами инвесторы считают, что за пределами США больше привлекательных возможностей, чем внутри страны. После почти десятилетия беспрецедентного экономического роста и подъема фондового рынка сложно понять, почему трава на соседнем пастбище кажется зеленее. Но в 1980-е гг. все взгляды были обращены в сторону Японии. О ней говорили как о стране, которая в скором времени вытеснит Америку с позиции мирового лидера. Казалось, ничто не в силах остановить непобедимое шествие японского фондового рынка. Однако прогнозы не оправдались: в конце 1980-х гг. японская экономика пережила серию финансовых кризисов, и на фондовом рынке начался затяжной нисходящий тренд, который продолжается до сих пор. Эта история — хорошее напоминание о том, что экономики и рынки способны не только расти, но и падать. Хотя, разумеется, бывают периоды, когда вкладывать деньги за рубежом выгоднее, чем внутри страны.

В нашем случае международный инвестор вкладывает за пределами США 30% всех средств. Поскольку 10% вложено в денежные инструменты, 30% составляют треть всех вложений в акции в этом портфеле. Это чуть меньше доли неамериканских акций на глобальном фондовом рынке. Как и в предыдущем портфеле, за основу взят индекс MSCI EAFE. Однако более



продвинутые международные инвесторы могут захотеть самостоятельно распределять активы между странами. В их распоряжении — страновые индексные фонды, специализирующиеся на конкретной стране, а также ряд ETF. Большинство страновых взаимных фондов, хотя и ориентируются на тот или иной индекс, редко управляются в строгом соответствии с ним. Инвесторы могут последовать их примеру, т. е. использовать индексы для оценки прошлой эффективности и как ориентир при построении портфеля.

Международный портфель отличается от 10-летнего портфеля и другими параметрами. Доля инструментов с фиксированным доходом здесь составляет всего 10%, а не 30%, и категории роста и стоимости среди американских акций представлены неравными долями. Исходя из прогнозных доходностей, которые мы обсуждали в начале главы, совокупная доходность такого портфеля ожидается на уровне 9,9% при стандартном отклонении порядка 11,7%. По сравнению с предыдущими портфелями этот предлагает более высокую доходность при более высоких рисках. С одной стороны, мы видим гораздо большую волатильность, включая вероятность отрицательной доходности на годовых интервалах. С другой стороны, мы можем ожидать более высоких результатов в долгосрочной перспективе.

Средства, вложенные в американские компании высокой капитализации, распределены следующим образом: 35% в акциях стоимости и 25% в акциях роста. За период с 1975 по 1999 г. акции стоимости показали в целом лучшие результаты, чем акции роста. С 1994 по 1999 г. акции роста лидировали в гонке на протяжении самого длительного периода, принося в среднем 9% в год. Но в первые пять месяцев 2000 г. акции стоимости вновь стали лидерами с отрывом более чем в 5 процентных пунктов. Предлагаемое смещение в сторону акций стоимости учитывает эту долгосрочную тенденцию.

Если в акции стоимости лучше всего инвестировать через индексы, то группу акций роста некоторые инвесторы предпочитают формировать по собственному усмотрению. Из-за интенсивного роста акций компаний высокой капитализации в последние годы индексы S&P 500 и S&P 500/BARRA Growth приобрели «тяжелую верхушку». Например, на начало 2000 г. около половины суммарной рыночной капитализации всех компаний из S&P 500 приходилось всего на 35 крупнейших компаний. Учитывая это обстоятельство, совсем нетрудно выбрать несколько ведущих акций роста, чтобы получить фактически тот же результат, что и при вложении денег в индекс S&P 500/BARRA Growth через какой-либо взаимный фонд. Кроме того, активные инвесторы могут самостоятельно решить, как распределить средства между этими акциями. Например, они могут не просто включить такие известные технологические компании высокой капитализации, как Cisco и Microsoft, а увеличить вес Cisco за счет Microsoft. В то же время другие области, более сложные в отслеживании и оценке, такие как международное инвестирование, можно оставить индексам.

## Агрессивный портфель

В основе этого портфеля лежит идея о том, что можно быть агрессивным инвестором и, тем не менее, использовать индексы. После краткого обзора портфеля мы более детально остановимся на том, какие его части можно сформировать при помощи индексов, а какие за счет активного выбора акций. В отличие от других портфелей, этот на 100% состоит из акций и поэтому не подходит инвесторам с небольшим инвестиционным горизонтом. Фондовый рынок слишком волатилен, чтобы вкладывать в акции все деньги, которые вы планируете потратить в течение ближайших нескольких лет. Каким бы опытным или удачливым инвестором вы ни были, вам нужна гарантия, которую фондовый рынок попросту не может дать. Но для долгосрочного инвестора, который не боится риска, такой портфель — хорошая отправная точка.

Как и в международном портфеле, 35% средств здесь вложено в акции стоимости и 25% в акции роста крупных компаний. Помните, что акции стоимости — это бумаги, стоимость которых видят не все, поскольку они пока не демонстрируют значительного роста прибылей. Акции стоимости как группа большую часть времени показывают хорошие результаты, но на уровне отдельных бумаг порой требуют немалой приверженности и устойчивой нервной системы. Доля акций роста в размере 25% гарантирует присутствие в некоторых популярных на данный момент сегментах.

Основные портфельные риски связаны с акциями компаний малой капитализации и иностранными акциями, которые представлены в портфеле 20-процентными долями. Доля акций малых компаний размером в 20% почти в два раза превышает рыночный вес этого сектора, а следовательно очень высока. Это область, где активные инвесторы, специализирующиеся на отборе акций, могут показать блестящие результаты при соблюдении осторожности. Из индексов акций малых компаний взаимные фонды чаще всего используют S&P SmallCap 600 и Russell 2000. Из этой пары наиболее популярен Russell 2000.

Хотя оба индекса основаны на акциях компаний малой капитализации, между ними довольно много различий помимо количества представленных акций. Russell 2000 обновляется один раз в год в конце июня. В него входят компании с 1001 по 3000 из индекса Russell 3000, включающего наиболее крупные публичные компании США. Есть также индекс компаний высокой капитализации Russell 1000, представляющий первые 1000 компаний. В течение года акции растут, падают, выбывают из индекса, поэтому раз в год список подвергается полному пересмотру. Это вызывает резкую активизацию торговли, поскольку инвесторы и фонды начинают корректировать свои портфели. К моменту ежегодного обновления в индексе могут присутствовать сильно выросшие акции, которые переводятся в Russell 1000. Иными словами, некоторые малые компании в Russell 2000 могут быть не такими уж «малыми». Учитывая большое количество акций в Russell 2000, некоторые индексные фонды предпочитают держать не весь список. При помощи ста-

тистических моделей они формируют выборку из наиболее перспективных акций в расчете на то, что им удастся повторить результаты всего индекса.

Индексом S&P SmallCap 600 управляют иначе, чем Russell 2000. Во-первых, в него входит в три раза меньше акций. Во-вторых, вместо ежегодного пересмотра, когда расчетная база индекса может обновиться на 20%, в S&P SmallCap 600 мониторинг ведется постоянно и компоненты заменяются по мере необходимости. Это значит, что индекс S&P в некоторые моменты может более точно отражать сегмент компаний малой капитализации. С января 1995 г. по настоящее время S&P SmallCap 600 показывал немного лучшие результаты, чем Russell 2000, при чуть более низком уровне риска. Если вы выбираете между двумя индексными фондами — на базе S&P SmallCap 600 или Russell 2000 — вам нужно сравнить их доходности, риски и расходы. Почему нужно смотреть на доходности, понятно. При этом нужно сравнивать доходности фондов, а не индексов. Они могут отличаться из-за уровня расходов и торговых издержек, а также стратегий, определяющих, сколько акций из индекса в действительности держит фонд.

Во-вторых, необходимо сопоставлять уровни расходов. В периоды бурного роста, когда рынок акций поднимается на 20%, никого не волнует, сколько составляют расходы фонда, 0,5% или все 2%. Но в посредственный год, когда прирост рынка не превышает 2%, коэффициент расходов может определить, окажетесь вы в прибыли или в убытке. В-третьих, нужно сравнивать риски. Хотя между фондами на базе того и другого индекса не должно быть больших различий, учитывая сопоставимые уровни риска обоих индексов, на них все же стоит обратить внимание. Один из способов сравнения двух фондов по риску и доходности — это определение их коэффициента Шарпа, который вычисляется как разность доходности фонда и доходности безрискового актива, деленная на стандартное отклонение (риск). За доходность безрискового актива обычно берется процентная ставка по казначейским векселям. Чем выше коэффициент Шарпа, тем выше премия за риск относительно безрисковых казначейских векселей и тем больше прибыли вы получаете на единицу принимаемого риска. Коэффициент Шарпа можно рассчитать и для отдельных акций, хотя труднодоступность данных и высокие значения рисков делают этот подход не очень практичным. Последняя часть агрессивного портфеля — иностранные акции. Все замечания и соображения, высказанные в предыдущем разделе при обсуждении международного портфеля, применимы и здесь.

Главное отличие этого портфеля от трех остальных — 20-процентная доля акций компаний малой капитализации. Хотя на первый взгляд этот показатель кажется небольшим, он в два раза превышает вес сегмента на фондовом рынке, поэтому представляет собой довольно высокую и рискованную ставку. Эту часть портфеля многие инвесторы предпочитают формировать самостоятельно, покупая не индекс, а отдельные акции. Такой подход очень увлекателен и потенциально очень прибылен, особенно если у вас есть доступ к хорошим аналитикам и профессионалам в области выбора акций,

Таблица 20-2

## Классы активов, доходности и риски для четырех портфелей

	Долгосрчный консервативный портфель	10-летний портфель	Международный портфель	Агрессивный портфель
Ожидаемая доходность, %	9,0	9,4	9,9	10,5
Ожидаемый риск, %	9,4	10,0	11,7	12,9
Денежные инструменты, %	—	—	10	—
10-летние казначейские облигации, %	40	30	—	—
Акции стоимости (S&P 500 Value), %	30	30	35	35
Акции роста (S&P 500 Growth), %	30	30	25	25
Акции компаний малой капитализации, %	—	—	—	20
Иностранные акции (EAFE), %	—	10	30	20

но может привести к резкому увеличению уровня рисков по сравнению с тем, что предусмотрен для данного модельного портфеля. В представлении многих инвесторов компании малой капитализации ассоциируются исключительно с начинающим интернет-бизнесом из Кремниевой долины. Однако если посмотреть на Russell 2000 или на S&P SmallCap 600, можно увидеть, что это далеко не так. В обоих индексах представлены почти все секторы экономики, и на долю технологического сектора приходится меньше трети их суммарной рыночной капитализации. В технологических акциях нет ничего плохого, но чрезмерный перекос портфеля в их сторону — появившийся чаще всего по невнимательности — резко увеличивает риски. Вес технологического сектора в категориях роста и стоимости индекса S&P 500 составляет примерно 25%. Если все ваши «малые компании» на деле являются малыми технологическими компаниями (и, скорее всего, попадают в категорию роста), то ваш портфель на 45% состоит из технологических акций и на 45% из акций роста. Это вряд ли то оптимальное распределение активов,

к которому вы стремились, и определенно не тот уровень риска, на который вы рассчитывали. Поэтому, когда вы выбираете акции, внимательно проверьте окончательное соотношение категорий роста и стоимости и секторов экономики в вашем портфеле и убедитесь в том, что вы не делаете случайную ставку на один из сегментов рынка.

В таблице 20-2 представлена краткая сводка данных по четырем портфелям с указанием распределения средств между классами активов и ожидаемых уровней доходности и риска. Обратите внимание на то, что я употребляю слово «ожидаемых» — а не «планируемых» и, уж конечно, не «гарантированных». Более того, все эти показатели рассчитаны исходя из долгосрочных трендов и паттернов, поэтому любой отдельно взятый год или период в несколько лет могут показать совсем иные результаты.



## Глава 21



# Маркет-тайминг и другие мифы

**С**амая сложная часть инвестиционного процесса начинается после того, как вы сформировали портфель инвестиций. Вас одолевают сомнения: не увеличить ли немного риски? Выйти на рынок сейчас или подождать? Может быть, немного повысить долю акций роста в группе компаний средней капитализации? Не мало ли в портфеле технологических акций? Многих из нас подобные сомнения подталкивают к торговле или, еще хуже, к паническому уходу с рынка. Предвидя такие мучения, некоторые вообще отказываются от инвестиций. Индексные фонды наглядно демонстрируют нам, что лучшей для большинства индивидуальных инвесторов является стратегия «купить и держать». Хотя индексные фонды могут показаться медленным путем к богатству, на деле это очень успешный и надежный путь. В этой главе мы посмотрим, что может отвлечь нас от стратегии «купить и держать» или привести к неоправданно активной торговле. Некоторые из этих идей работают и даже теоретически более прибыльны, чем покупка индексного фонда. Безусловно, есть и более увлекательные подходы к инвестированию, чем вложение в индексный фонд. Но вы должны отделить развлекательный элемент от инвестиционного и особенно от такого важного аспекта, как доходность вложений. Ни в том, ни в другом нет ничего плохого: вполне можно получать удовольствие от игры на фондовом рынке и при этом зарабатывать хорошие деньги. Просто я рекомендую вам вложить (большую) часть денег в индексный фонд до начала игры.

### Маркет-тайминг

За маркет-таймингом стоит идея или мечта о том, что можно покупать на дне и продавать на максимуме. Это еще и вечная надежда. Это много вопросов и мало надежных ответов от Уолл-стрит относительно того, куда рынок

двинется дальше, сколько денег вложить в фондовый рынок, а сколько в другие рынки. Практически все крупные инвестиционные дома и институты Уолл-стрит предлагают управление активами на основе маркет-тайминга<sup>56</sup>. Но очень немногие из этих фондов и программ переигрывают стратегию «купить и держать».

Маркет-тайминг сложен, потому что, во-первых, для положительного результата нужно правильно угадать много раз подряд, а во-вторых, он несет в себе семена собственного поражения. Вы должны постоянно оказываться правым — знать, когда уйти с рынка и когда вернуться. Самым знаменитым предсказанием надвигающегося краха фондового рынка за последнее десятилетие стало, пожалуй, выступление Алана Гринспена на тему «иррационального оптимизма». В своем докладе 5 декабря 1996 г. в Американском институте предпринимательства председатель ФРС Алан Гринспен охарактеризовал тогдашнее состояние фондового рынка как «иррациональный оптимизм» и четко дал понять, что в ближайшее время рынок откатится назад. Этого не произошло. Напротив, началась стадия самого сильного роста, подарившая нам лучшее пятилетие в современной истории. Гринспен — далеко не любитель, когда речь идет об экономике, финансах и прогнозах. Его послужной список как председателя ФРС, а до этого как специалиста в области экономического прогнозирования, один из лучших. (О его инвестиционном опыте говорить нет смысла, поскольку как глава ФРС он устранил даже возможность намека на конфликт интересов, вкладывая большую часть своих денег в казначейские ценные бумаги.) Более того, в распоряжении Гринспена куда больше данных, вычислительных мощностей, квалифицированных аналитиков и экономистов, чем у любого инвестора. Вот почему я говорю о том, что угадать движение рынка трудно даже один раз. Сделать это два раза подряд, вероятно, еще труднее.

Маркет-тайминг, как и некоторые другие стратегии, сам обрекает себя на провал. Предположим, кому-то удалось найти индикатор, позволяющий точно предсказать, когда рынок достиг своего пика. Как только рынок узнает о том, что какая-то стратегия работает, инвесторы начинают внимательно следить за соответствующим индикатором в ожидании сигнала. При приближении индикатора к критическому уровню некоторые начинают продавать, чтобы избежать последующего ажиотажа. Возросший объем продаж оказывает негативное давление на рынок. К тому моменту, когда поступает долгожданный сигнал к продаже, все уже продано. Таким образом, прошлый успех индикатора делает его абсолютно бесполезным для прогнозирования рынка.

Одно из известных рыночных явлений — эффект января, согласно которому в январе акции приносят более высокую доходность, чем в любой другой месяц года. Об этом феномене написано и сказано очень много. Иногда в попытке объяснить неожиданный рост акций в преддверии Дня благодарения можно даже услышать комментарии вроде такого: «В этом году эффект января наступил в ноябре». Маркет-тайминг делает странные вещи не только с рынком, но и с языком.



Как известно, акции подвержены колебаниям и не все движения фондового рынка можно объяснить изменениями фундаментальных экономических показателей, таких как экономический рост, корпоративные прибыли или дивиденды. Но до сих пор никто не нашел надежного способа предугадывать эти колебания достаточно точно, чтобы зарабатывать на них деньги. Большинство «систем» показывают себя несостоятельными, потому что строятся на недостаточной информации. Некоторые, даже если вроде бы и попадают в цель, не дают достаточно ранних или достаточно сильных сигналов, чтобы покрыть возникающие торговые издержки (и налоговые обязательства). Еще меньше случаев, когда эти системы дают вроде бы устойчивые результаты.

Ключевое словосочетание здесь — «вроде бы». Учитывая, какое количество людей пытается прогнозировать рынок, кто-то безусловно попадает в цель, хотя бы по чистой случайности. На экзамене при лицензировании специалистов по ценным бумагам часто задают вопрос, связанный с историей об инвестиционном менеджере, который разослал несколько тысяч писем с прогнозом роста рынка и столько же писем с прогнозом его падения. Несколько месяцев спустя он разослал еще две серии писем, на этот раз только тем, кто в первый раз получил письма с правильными прогнозами. Каждый раз он исключал тех, кто получал письма с неоправдавшимся прогнозом. Этот процесс продолжался до тех пор, пока не осталась небольшая группа людей, реально видевших, что менеджер стабильно правильно предсказывает движение рынка. Затем менеджер предложил этим людям доверить ему управление их деньгами. Поскольку фондовый рынок пытаются прогнозировать очень многие, было бы странно, если бы никто никогда не угадывал.

Может ли маркет-тайминг стабильно приносить успешные результаты? Довольно сомнительно. Разумеется, полезно знать общие тренды и понимать происходившие на рынке события. История говорит о том, что фондовый рынок благоволит долгосрочным инвесторам, придерживающимся стратегии «купить и держать», а также предостерегает, что бывают длительные периоды падающего или вялого рынка, когда приросты едва компенсируют инфляцию. Однако заранее предсказать наступление таких периодов нелегко. Более того, когда акции демонстрируют плохие результаты, облигации нередко ведут себя ничуть не лучше, поэтому у инвесторов может не быть особого выбора.

Картина не будет полной и справедливой, если не сказать о том, что сегодня (в середине 2000 г.) многие аналитики всерьез задаются вопросом, сможет ли фондовый рынок в следующем десятилетии удержаться на траектории роста. По большинству показателей рынок акций сильно переоценен. Более того, в прошедшие годы он рос быстрее и вырос намного больше, чем другие сегменты экономики, а потому, кажется, готов взять тайм-аут, чтобы позволить остальной экономике наверстать упущенное. Рынок облигаций тоже не обещает радужных перспектив, принимая во внимание самый низкий уровень процентных ставок и темпов инфляции за последние два или три десятилетия. Для тех, кто обеспокоен высокими ценами акций и не верит в

истории о новой экономике, увеличение доли неамериканских акций в портфеле выше уровней, предложенных в предыдущей главе, может быть лучшей страховкой от разочарований, которые сулит нам ближайшее десятилетие на американском рынке.

## Истории о сезонных трендах

На Уолл-стрит приход лета отмечается историями о летнем ралли, осень знаменуется сетованиями на то, что октябрь является худшим месяцем для фондового рынка (на самом деле, по статистике это сентябрь), а новый год приносит эффект января, который может либо вообще не проявиться, либо случиться в ноябре. Пожалуй, лучше всего о фондовом рынке сказал Марк Твен: «Октябрь — один из самых опасных месяцев в году для спекуляции на бирже. Остальные опасные месяцы: июль, январь, сентябрь, апрель, ноябрь, май, март, июнь, декабрь, август и февраль»<sup>57</sup>.

Несмотря на слова Марка Твена, идея сезонных трендов на фондовом рынке живет. Вероятно, фондовому рынку действительно присуща некоторая сезонность, как и большинству экономических явлений. Но эти сезонные тренды неустойчивы, трудно прогнозируемы и очень быстро меняются, как только распознаются инвесторами. Ключевой вопрос в том, что можно выявить и на чем можно заработать.

Чтобы заработать на любого рода предсказуемом и неслучайном поведении фондового рынка, нужно прежде всего выявить его, найти достаточно подтверждающей информации, чтобы убедиться в неслучайности такого явления, и сделать все это достаточно быстро, чтобы другие игроки не успели ликвидировать возможности и чтобы получить прибыль, пока рынок не сменил направление. Даже сегодня, в эпоху Интернета, торговля акциями небесплатна. Там есть и комиссионные, и спреды цен на покупку и продажу, и движения рынка. Сезонные тренды исчезают очень быстро под влиянием всех этих факторов.

Если, вопреки сказанному, вы все же хотите сыграть на сезонных колебаниях, почему бы нет? Из обилия историй об эффекте января можно вычленил пару полезных идей. По всей видимости, этот эффект наиболее ярко выражен у акций компаний малой капитализации, иными словами, сезонные тренды в одних сегментах рынка проявляются сильнее, чем в других. Кроме того, если сезонный тренд является узко локализованным, то вероятность его мгновенной ликвидации арбитражерами снижается. Поищите секторы или отрасли, подверженные каким-либо сезонным колебаниям. Например, цены акций розничных компаний зависят от рождественских продаж, которые в значительной мере определяют годовые прибыли. Кроме того, у большинства розничных продавцов финансовый год заканчивается в январе, поэтому в их годовых отчетах товарные запасы находятся на построжественском сезонном минимуме. Тот факт, что тор-

говые компании отчитываются не одновременно с остальным рынком, увеличивает вероятность необычных сезонных закономерностей. Другие отрасли, где аналитики часто заявляют о выявлении сезонных трендов, — полупроводниковые приборы и производители сезонных товаров. Прародителем всех сезонных изменений является Рождество, и редкие секторы, отрасли и компании абсолютно не поддаются его влиянию.

## Рыночные аномалии

Существует ряд рыночных аномалий, которые демонстрируют статистическую устойчивость и позволяют до некоторой степени предсказывать доходности в отдельных сегментах фондового рынка<sup>58</sup>. Некоторые из этих аномалий слишком незначительны, чтобы торговать на них с прибылью, другие быстро устраняются арбитражерами и видоизменяются. Тем не менее, о них стоит сказать пару слов. Конечно, было бы неразумно вкладывать в них все свое состояние, но некоторые проводят исследования и делают небольшие ставки.

Мы рассмотрим два феномена: низкие цены и инерцию. О низких ценах говорят, когда уровень цен акции относительно дивидендов, прибыли или балансовой стоимости ниже обычного для этой акции, группы акций или рынка в целом. Низкая цена — признак акций стоимости. Как правило, эти акции имеют коэффициенты «цена / балансовая стоимость», «цена/дивиденды» и «цена/прибыль» ниже среднерыночных. Обратите внимание на то, что эти коэффициенты иногда преобразуют в обратные показатели. Вместо коэффициента «цена/дивиденды» чаще говорят о дивидендной доходности, которая рассчитывается как дивиденды, деленные на цену. Чтобы избежать сложностей, связанных с нулевой балансовой стоимостью и прибылью, в статистическом анализе чаще используют обратные показатели «балансовая стоимость / цена» и «прибыль/цена». Низкие цены означают высокую доходность.

Это долгосрочные вложения. При покупке дешевых акций вряд ли стоит ожидать, что они завтра же переиграют своих дорогих собратьев. Как показали последние годы, акции стоимости не всегда становятся победителями даже через пять лет. Но в долгосрочной перспективе акции стоимости всегда опережали акции роста, и стратегия инвестирования в стоимость имеет статистическую базу. Индексные инвесторы легко могут воспользоваться этой стратегией, так как в последнее время появилось много индексных фондов, специализирующихся на росте и стоимости. В главе 20, если вы помните, мы рекомендовали вкладывать больше в стоимость, чем в рост, в международном и агрессивном портфеле. Когда акции стоимости не в моде, как в последние годы, проще инвестировать через соответствующие индексы, поскольку аналитики меньше интересуются этими акциями и могут возникнуть сложности с поиском необходимой информации и рекомендаций. Но

прежде чем отказываться от акций стоимости как от немодных, подумайте о том, что на игре со стоимостью были заработаны большие состояния, в том числе и состояние Уоррена Баффетта.

Инерция предполагает, что вчерашние события в какой-то мере определяют сегодняшние. Говорят, правда, что фондовый рынок изменяется случайным образом, и то, что происходило вчера, никак не влияет на то, что может произойти сегодня. Согласно принципу инерции, на коротких интервалах порядка одного года те акции, которые росли, продолжают расти, а те, которые падали, продолжают падать. С инерцией сочетается идея разворотов, в соответствии с которой растущие акции в какой-то момент делают разворот и начинают падать. Исследования показали, что эффект инерции характерен для периодов в год и чуть больше, а разворотов — для периодов порядка пяти лет. С разворотами связано появление акций стоимости. Падение акции или группы акций может привести к тому, что их цены станут относительно низкими по сравнению с прибылями, дивидендами или балансовой стоимостью.

Но инерция и развороты не настолько устойчивы, чтобы с их помощью зарабатывать легкую прибыль. При исследовании этих эффектов обычно формируют портфели из сотен акций, а потом торгуют ими с месячным интервалом, получая выше рынка порядка 1% в месяц. (Помните, что рынок может падать, поэтому даже лучшие стратегии на основе инерции/разворотов будут иногда приносить убытки.) Более того, доходности часто сконцентрированы в сегменте акций компаний малой капитализации, где спреды цен на покупку и продажу и эффекты торговли, которые не учитываются в теоретических исследованиях, могут быть очень значительными.

## **Возврат к среднему**

Если несколько раз подбросить монету, нередко выпадают только орлы или только решки. Предположим, вы бросаете то, что статистики называют «справедливой» монетой, орел и решка у которой выпадают с равной вероятностью (возможность того, что монета встанет на ребро, исключается). Можно ли после нескольких орлов подряд ожидать, что при следующем броске выпадет решка?

В случае с монетой ответ будет «нет». Каждый бросок индивидуален и не связан с предыдущими. Результаты последнего броска или последних 100 бросков ничего не говорят о том, каким будет результат следующего броска. Можно ли сравнить поведение рынка с подбрасыванием монеты? В статистике считается, что фондовый рынок движется или блуждает случайным образом, т. е. его движения бессистемны, а прошлое ничего не говорит о будущем. При таком подходе факт, что 1995–1999 гг. были лучшим пятилетием в современной истории рынка, абсолютно бесполезен для предсказания, какими будут 2000 г. или 2000–2004 гг.

Альтернативная точка зрения на фондовый рынок — возврат к среднему. Согласно этой идее, существует некий долгосрочный средний уровень или поведение, к которому рынок возвращается с течением времени. Возврат необязательно должен быть быстрым, поскольку речь идет о длительных интервалах. Казалось бы, имея за плечами 75-летнюю историю S&P 500 и примерно 200-летнюю историю американского фондового рынка, несложно доказать или опровергнуть эту идею на конкретных данных. К сожалению, это не так. Любому эмпирическому подтверждению (или опровержению) всегда противостоит не менее обоснованное опровержение (или подтверждение). Суд продолжается.

При этом споры о возврате к среднему представляют для инвесторов не только теоретический интерес. Если вы считаете, что рынок всегда возвращается к неким историческим средним уровням, то, принимая во внимание рекордно высокие приросты 1995–1999 гг., вам нужно уже сейчас вывести часть денег из акций, пока рынок не начал возврат к среднему. Конечно, если вы твердо верите в эту идею, то, надо полагать, уже вывели часть денег из акций в 1997 г., еще больше в 1998 г. и еще больше в 1999 г., и к настоящему моменту полностью ушли с рынка.

## **Модели на основе цены и дивидендов и долгосрочная перспектива**

Похожие опасения возникают и при взгляде на различные модели рынка, которые предполагают, что рынок стоит на грани резкого падения или продолжительного периода очень низкой доходности. Построить такие модели, как и прийти к подобным выводам, несложно. Для этого нужно просто рассчитать среднее значение коэффициента «цена/прибыль» или среднюю дивидендную доходность за последние 20 или 30 лет и сравнить их с текущими уровнями. Практически во всех случаях сегодняшние значения будут либо предельными, либо близкими к предельным. Один из самых длинных временных рядов был проанализирован Робертом Шиллером, который исследовал показатели, начиная с 1871 г.<sup>59</sup> Все говорит о том, что нынешний фондовый рынок находится на очень высоких уровнях и в скором времени должен вернуться с небес на землю.

Мы знаем, что 2000 г. отличается от 1871 г., как и от многих других лет, которые были в промежутке между 1871 и 2000 г. Но если мы хотим исключить из рассмотрения не только то, что было 129 лет назад, но и то, что наблюдалось непосредственно перед 1980 г., нам нужно изменить точку зрения. Утверждение, что сегодняшние уровни цен не должны быть причиной для беспокойства, что нынешние низкие дивидендные доходности и высокие коэффициенты «цена/прибыль» не имеют значения, требует менее консервативных взглядов на риск, волатильность и экономический рост, чем те, к которым мы привыкли.

Рискованность акций со временем меняется. Например, оглядываясь назад, мы можем сказать, что акции в 1980-х гг. были менее рискованными, чем в начале 1930-х гг., или что акции были менее рискованными в 1987 г. (на их восстановление после обвала потребовалось менее года), чем в 1929 г., когда они достигли дна лишь три года спустя, а выйти на докризисные уровни смогли только через 21 год. Однако вопрос на самом деле в том, какие риски ожидают нас в будущем и как мы их воспринимаем. Если акции действительно становятся менее рискованными, значит их цены должны расти, отражая снижение риска. (Представьте себе акции компании с очень волатильными прибылями, среднегодовые темпы роста которых, тем не менее, составляют 15% за 10 лет. Если приходит новый генеральный директор и обеспечивает тот же 15-процентный рост, но при более стабильных и предсказуемых прибылях, то акции компании вырастут в цене, потому что вероятность неудачных лет — и падения цены — становится меньше.) Если появление Интернета и новой экономики действительно привело к снижению деловых рисков и волатильности прибылей, то есть основание для повышения цен акции.

Но тут задействован еще один немаловажный фактор. Если сегодня риски, присущие акциям, меньше, чем риски 20-летней давности, это может привести к снижению будущей доходности акций. В конце концов, доходность — это в определенной мере вознаграждение за риски, а если риски становятся ниже, то и доходности тоже должны понизиться. Это отражается в размере рискованной премии, разнице между доходностью облигаций и акций. Если инвесторы видят в покупке акций меньше риска, размер рискованной премии уменьшается, поэтому в стабильном будущем акции не смогут приносить столько же, сколько в рискованном прошлом.

Наконец, если мы хотим пренебречь высоким уровнем сегодняшнего рынка, нам нужно пересмотреть свои представления об экономическом росте. Большинство споров вокруг новой экономики касаются предположения о том, что темпы роста производительности труда и экономики сегодня и в последующем будут выше, чем в прошлом. Как и в случае с возвратом к среднему, кто-то может решить, что эту идею несложно доказать или опровергнуть при помощи реальных цифр. К сожалению, для этого у нас недостаточно данных, и спор далек от разрешения. Судя по некоторым признакам, в истории о новой экономике действительно что-то есть, но насколько весомое и насколько долговечное, пока не знает никто.

Так что же мы получаем в результате? Нам известно, что в последние несколько лет фондовый рынок поднялся до очень высоких уровней и что эти годы ознаменовались сильнейшим экономическим ростом. Мы также знаем, что хотя экономику ждет светлое будущее, фондовый рынок в последнее время перешел границы разумного. Поэтому, несмотря на то что многие идеи относительно новой экономики и снижения рисков, похоже, справедливы, фондовый рынок в последние пять лет мог перегреться. С одной стороны, не нужно быть рабами истории, твердя, что дивидендная доходность должна

вернуться к 5% или что коэффициент «цена/прибыль» должен упасть до 14. С другой стороны, нам следует быть осторожными и готовыми к тому, что в ближайшие годы рынок выпустит пар и снизит излишне высокие ожидания. При этом не стоит забывать и о том, что большинство альтернатив, таких как облигации, вряд ли предложат радужные перспективы, если рынок акций вдруг замедлится.





## Глава 22



# Индексное инвестирование: коротко и просто

### С чего начать

**И**нвестирование, и особенно успешное инвестирование, иногда чересчур окутано тайной. Когда вы осмеливаетесь заглянуть в специальную литературу или поговорить с друзьями, на вас обрушивается поток странных слов, загадочных теорий, историй о блестящих победах и рассказов о гениальных инвесторах, начиная с Уоррена Баффетта и заканчивая экспертами в интернет-чатах и знакомыми брокерами. Я же на протяжении двух сотен страниц утверждал, что можно быть довольно успешным инвестором без многолетнего опыта за плечами или ученых степеней. Один из секретов индексного инвестирования в том, что оно под силу любому, оно требует много терпения, но не втягивает в дебри высшей математики.

Пожалуй, главный недостаток индексирования как инвестиционной стратегии — отсутствие развлекательного элемента. Сегодняшнее инвестирование — это не пара часов в неделю, выделенные на управление пенсионными накоплениями. Сегодня инвестирование соперничает с профессиональным спортом как всепоглощающее хобби, это основной предмет передач на телевидении и радио, а также излюбленная тема для обсуждения на любой встрече — деловой или романтической. Хотя вложение денег в индекс — самый надежный путь к инвестиционному успеху, рассказы о нем вряд ли помогут вам овладеть вниманием слушателей на летнем пикнике или привлечь представителей противоположного пола в местном баре для одиночек. В последней главе я предлагаю вашему вниманию несколько заключительных

комментариев по поводу планирования и инвестирования пенсионных накоплений, о том, как управлять инвестициями при помощи индексов и почему иногда индексирование работает не так хорошо, как вы ожидали. Как и во многом другом, самое сложное в инвестировании — начать, сделать первый шаг. К сожалению, индексы в этом вам не помогут.

## **Пенсия... не просто откладываете, инвестируйте!**

Большинство консультаций и разговоров о пенсионном планировании начинаются с проповеди о важности постановки целей, после чего вам предлагают ориентироваться на уровень в 75% от вашего текущего дохода. До появления моды на неформальную деловую одежду обычно приводились доводы вроде того, что после выхода на пенсию ваши расходы на химчистку будут гораздо меньше. Пенсия в размере 75% от текущего дохода выглядит приемлемо. Но пенсия в размере 500% безусловно лучше. А 1500%? Разумный и обоснованный минимум, на который следует ориентироваться, составляет 100% ожидаемого дохода накануне выхода на пенсию.

Разумеется, лучше нацеливаться на максимально возможную сумму. Оставить после себя значительное состояние хотел бы каждый. В то же время такая цель вовсе не означает, что вы должны идти на чрезмерные и непосильные риски, инвестируя пенсионные сбережения. Это не значит, что вы должны полностью отказаться от облигаций и покупать только индексы акций компаний малой капитализации. Но когда вы разрабатываете собственную программу пенсионных инвестиций или когда изучаете модельные портфели, описанные в главе 20, не ставьте скромные краткосрочные цели. Лучше подумайте о том, сколько вы планируете вложить и какой риск готовы принять, и разработайте программу инвестиций на основе индексных фондов.

Если вы хотите немного поупражняться, обратитесь к простому эмпирическому правилу. Возьмите годовой доход, который вам хотелось бы иметь на пенсии, умножьте его на 25, и вы получите представление о том, сколько денег нужно. Хотите иметь пенсию \$100 000 в год? Тогда вам нужно иметь в портфеле порядка \$2,5 млн. И моделирование, и исторические исследования подтверждают, что это хорошая отправная точка.

Есть и еще один аспект, который следует понимать: если у вас впереди много лет, к моменту выхода на пенсию ваши доходы могут существенно возрасти, как и ваши запросы. Все мы читали грустные истории о беспечных людях, которые к 62 годам не имеют никаких пенсионных сбережений. За оставшиеся несколько лет мало что можно сделать, тем более накопить более-менее приемлемую сумму. Не менее печальны истории о 22-летних, которые надеются обеспечить себе достойную старость, откладывая деньги на сберегательный счет под 3% в год, — они забывают о том, что через 40 лет их зарплаты будут намного выше, как и уровень жизни, к которому они привыкли. Короче говоря, не просто откладываете деньги — вкладываете их.

## Негативный эффект инфляции

Если вы помните высокую инфляцию 1970-х гг. или читали какие-либо «скорбные повести», то знаете, что инфляция поднимает все целевые показатели до очень высоких уровней. Даже при низкой инфляции последних лет примерный показатель, от которого должен отталкиваться благоразумный инвестор при долгосрочном планировании, составляет 3–4% в год. При таких темпах роста инфляции ваши деньги потеряют половину своей стоимости меньше чем за 20 лет. Если вам сейчас 25 лет, доллар, который вы отложите сегодня, к моменту выхода на пенсию будет стоить меньше двадцати пяти центов. Два лучших способа защиты от инфляции — вложение денег в акции и большое состояние. Первое в определенной мере позволяет реализовать второе. Еще раз повторю: чем больше денег, тем лучше. Не нужно довольствоваться малым — немного жадности при пенсионном планировании со-служит вам хорошую службу в будущем.

Если ваша инвестиционная цель — накопить на образование детям, планируйте свои инвестиции исходя из более коротких временных рамок и более высоких темпов инфляции. Все остальные принципы те же, что и при пенсионном планировании.

## Всегда ли работает индексирование

Если цель инвестирования — высокие доходности при приемлемых рисках, которыми можно управлять, то стратегия индексирования работает. Как показывает опыт, эта стратегия обеспечивает низкий уровень расходов и обычно переигрывает другие подходы. Она проста и понятна и оставляет массу времени для иных, куда более увлекательных занятий.

Но есть две проблемы: что если помимо высокой доходности вы хотите острых ощущений и историй о своих победах, и что делать, когда кажется, будто все активные менеджеры переигрывают индексы.

Если вы хотите заняться инвестированием ради развлечения, это замечательно. Поместите часть денег в индексный портфель, а остальную часть — в активно управляемый. Не реже раза в год сравнивайте результаты обоих портфелей, чтобы понять, какой из них работает лучше. Если вы окажетесь инвестиционным гением, то сможете забрать деньги из индексного портфеля и дальше вкладывать их по своему усмотрению. (К тому моменту вы, вероятно, в полной мере оцените достоинства фондовых индексов.) Если с активной торговлей и выбором акций у вас не заладится, или вам просто-напросто надоест фондовый рынок и вы захотите заняться гольфом, то переместите деньги из активно управляемого портфеля в индексный.

Что если индексирование работает хуже, чем вы ожидаете? Скорее всего, дело не в индексировании, а в том, что вы находитесь в недостаточно перспективном классе активов. Если ваши деньги вложены в акции компаний

высокой капитализации через S&P 500 и вы обнаруживаете, что многие активные менеджеры и взаимные фонды переигрывают индекс, сравните доходности индексов акций компаний высокой и малой капитализации. Скорее всего, причина в том, что сегмент малых компаний вырвался вперед. Активные менеджеры никогда не держат портфели, состоящие только из акций крупных компаний, как индекс. Если в нужный момент они удачно повышают долю малых компаний, то получают дополнительный прирост и превосходят индексы компаний высокой капитализации. Одно из решений — изменить баланс индексов компаний малой и высокой капитализации в своем портфеле.

Вы думаете, активные менеджеры всегда знают, где и в какой момент нужно быть? Довольно сомнительно, иначе как объяснить тот факт, что две трети из них стабильно проигрывают в доходности индексам? Более того, мало кто из активных менеджеров держит в своем портфеле один класс активов. Поэтому в те периоды, когда крупные компании уверенно опережают малые, индексные фонды акций компаний высокой капитализации показывают гораздо лучшие результаты по сравнению с активно управляемыми фондами в том же сегменте. Индексное инвестирование реально работает.

## Примечания

1. James K. Glassman and Kevin A. Hassett, *Dow 36000 Times Business Random House Publishers*. New York, 1999.

2. См. отчет о сравнении результатов индекса S&P 500 и активно управляемых фондов на [www.SPIVA.Standardandpoors.com](http://www.SPIVA.Standardandpoors.com). Эти отчеты регулярно публикуются агентством S&P.

3. Вероятность десяти успешных лет подряд, где один шанс равен 50%, составляет  $1/2^{10}$  или  $1/1024$ .

4. Walter Bagehot, *Lombard Street*, 1873 (1999 edition published by Wiley, New York).

5. Данные из баз Standard & Poor's/Micropal AIM.

6. На основе данных годового отчета компании Berkshire Hathaway за 1999 г. Один доллар, вложенный в 1965 г. в Berkshire, вырос бы в 1900 раз к концу 1999 г. Тот же доллар, вложенный в S&P 500, вырос бы всего в 60 раз. Неудивительно, что Уоррен Баффетт признан инвестиционным гением. Остальным лучше инвестировать в индексы.

7. *Flow of Funds Accounts of the United States, Release Z-1*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.

8. См. сайт Комитета по вопросам участия в прибылях <http://www.PSCA.org/grow-401k.html>. Данные по 1999 г. собраны в начале 2000 г.

9. *Flow of Funds Accounts of the United States, Release Z-1*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC, March 10, 2000.

10. *Flow of Funds Accounts of the United States, Release Z-1*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC, June 2000, Table L9.

11. Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run*, Second Edition, McGraw-Hill, 1998, Chapter 7.

12. Alfred Cowles, III and Associates, *Common Stock Indexes*, Principia Press, Bloomington, Indiana, 1939, Table P-1.

13. Alfred Cowles, III and Associates, *Common Stock Indexes*, Principia Press, Bloomington, Indiana, 1939.

14. James K. Glassman and Kevin A. Hassett, *Dow 36000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market*, Times Books, 1999.

15. Прогнозы по прибылям можно найти в Интернете и в газетах. Компания Standard & Poor's публикует свои прогнозы на сайтах [www.spglobal.com](http://www.spglobal.com) и [www.personalwealth.com](http://www.personalwealth.com).

16. Данные Standard & Poor's/Published Image ChartSource.
17. Как говорилось в предисловии, автор работает в Индексном комитете S&P 500.
18. William F. Sharpe, "The Simple Arithmetic of Active Management", *Financial Analysts Journal* 47(1), pp. 7–9 or [www.wfsharpe.com](http://www.wfsharpe.com).
19. Некоторые инвесторы — из тех, которые не инвестируют в фонды, — иногда хотят продать акции в короткую. Для этого им нужно взять займы ценные бумаги. Проценты, выплачиваемые по этим займам, являются частью доходов фонда и частично компенсируют его расходы. Не все индексные фонды кредитуют ценными бумагами, тогда как некоторые активно управляемые фонды предлагают эту возможность.
20. Henry Shilling, "Investing in Index Funds" in Frank Fabozzi and Robert P. Moly, *Perspectives on Equity Indexing*, Fabozzi Associates, 2000.
21. Jeremy Siegel, *Stocks in the Long Run*, McGraw-Hill, 1998, Chapter 6.
22. Ibbotson Associates, *Stocks, Bonds, Bills and Inflation*, Ibbotson Associates, Chicago, Ill.
23. См. [www.dfafunds.com](http://www.dfafunds.com).
24. Eugene Fama and Kenneth French, "Size and Book to Market Factors in Earnings and Returns", *Journal of Finance*, vol. 50, no. 1, March 1995, and other papers by the same authors.
25. Читатели могут вернуться к предисловию, чтобы узнать, какое положение занимает автор в Standard & Poor's.
26. "Stocks, Bonds, Bills, and Inflation: Year-by-Year Historical Returns (1926–74)", *Journal of Business* 49, January 1976, pp. 11–43.
27. Eugene Fama and Kenneth French, "Size and Book to Market Factors in Earnings and Returns", *Journal of Finance*, vol. 50, no. 1, March 1995, and other papers by the same authors.
28. См. [www.Barra.com](http://www.Barra.com); [www.dfafunds.com](http://www.dfafunds.com); [www.russell.com](http://www.russell.com); [www.spglobal.com](http://www.spglobal.com).
29. За данными и деталями лучше всего обратиться на [www.msci.com](http://www.msci.com).
30. Данные по индексам FTSE World Actuaries см. на [www.ftse.com](http://www.ftse.com).
31. Дополнительную информацию см. на [www.ishares.com](http://www.ishares.com) и [www.index-funds.com](http://www.index-funds.com).
32. William F. Sharpe, "The Simple Arithmetic of Active Management", *Financial Analysts Journal* 47(1), pp. 7–9 or [www.wfsharpe.com](http://www.wfsharpe.com); John C. Bogle, *Common Sense on Mutual Funds*, Wiley, 1999.
33. Terrance Odean, "Do Investors Trade Too Much", *American Economic Review*, December 1999.
34. Любой хороший учебник по финансам содержит описание модели оценки капитальных активов, работ Шарпа, а также трехфакторной модели, разработанной Фамой и Френчем.
35. Вероятно, самый преданный приверженец акций стоимости — Роберт Хоген. См. Robert Haugen, *The New Finance: The Case Against Efficient Markets*, Prentice Hall, 1995.

36. Jeremy J. Siegel, *Stocks for the Long Run*, Second Edition, McGraw-Hill, 1998, p. 95.

37. Siegel and R. Banz, "The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks", *Journal of Financial Economics*, 9(1981), pp. 3–18.

38. Ведущим популяризатором этих идей является Гарри Дент. См. Harry Dent, *The Roaring 2000's*, Touchstone Books, 1998.

39. James P. O'Shaughnessy, *What Works on Wall Street*, McGraw-Hill, 1997.

40. Robert Shiller, "Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?" *American Economic Review*, 71, 1981.

41. Слова позаимствованы из названия классического произведения Чарльза Маккея «Наиболее распространенные заблуждения и безумства толпы» (М.: Альпина Паблишер, 2003), где описывается тюльпаномания XVII в., пузырь «Южных морей» и другие события.

42. Расчеты временной стоимости денег объясняются в учебниках по финансам начального уровня. При 8% один доллар через 10 лет превратится в  $(1,00) \times (1,08^{10})$ .

43. Математически, если  $D$  — это дивиденд,  $r$  — ставка дисконтирования, а  $g$  — темпы роста дивидендов, то стоимость акции равна  $D/(r - g)$ .

44. Первая работа Шиллера в этой области — статья "Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Movements in Dividends", *American Economic Review*, 71(3), 1981. Недавно он изложил результаты своих исследований в книге *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2000.

45. Roger G. Ibbotson and Paul D. Kaplan, "Does Asset Allocation Policy Explain 40%, 90%, or 100% of Performance", Ibbotson Associates, www.Ibbotson.com, April 1999.

46. В книге Гарри Марковица «Выбор портфеля» (Harry Markowitz, *Portfolio Selection*, Yale University Press, 1959) кратко излагается содержание его пионерской работы в области распределения активов. Несмотря на важность математики в сфере финансов, большую часть книги легко понять, зная алгебру на уровне чуть выше средней школы.

47. Mark P. Kritzman, *Puzzles in Finance*, John Wiley & Sons, 2000, Chapter 3.

48. Классикой современной литературы о фондовом рынке можно считать книгу Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run*, McGraw-Hill, 1998; книгу Robert Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2000; и годовые бюллетени, публикуемые компанией Ibbotson Associates, Chicago, Ill. Все они посвящены обсуждению долгосрочных результатов фондового рынка США.

49. *Emerging Stock Markets Factbook 1999*, International Finance Corporation, Washington, DC, 1999.

50. На все развивающиеся рынки приходится примерно 7% суммарной капитализации глобального фондового рынка, согласно данным из *Emerging Markets Factbook 1999*.

51. Это, пожалуй, самый парадоксальный факт в сфере финансов. Предположим, вы покупаете облигацию с процентной ставкой 6%. Через неделю

процентные ставки повышаются, и теперь те же облигации предлагаются со ставкой 7%. Ваша 6-процентная облигация теперь стоит меньше?

52. “Productivity on Stilts”, *The Economist*, June 12, 2000.

53. Всестороннее обсуждение этих вопросов см. в Bradford Cornell, *The Equity Risk Premium*, Wiley, 1999.

54. Информацию по большинству биржевых индексных фондов можно найти на сайте Американской фондовой биржи [www.AMEX.com](http://www.AMEX.com) или [www.ishares.com](http://www.ishares.com).

55. Роберт Хоген утверждает, что акции стоимости являются более выгодными объектами для вложений. См. *The Inefficient Stock Market*, Prentice Hall, 1999.

56. В том числе и Комитет по инвестиционной политике Standard & Poor's.

57. Марк Твен. «Простофиля Уилсон», 1893.

58. Этот раздел основан на обзоре Джона Кокрина (John H. Cochrane, “New Facts in Finance”, *Economic Perspectives*, Third Quarter 1999, Federal Reserve Bank of Chicago).

59. См. страницу Роберта Шиллера на сайте [www.econ.yale.edu/~shiller](http://www.econ.yale.edu/~shiller).



## Об авторе

**Д**-р Дэвид Блитцер — управляющий директор, главный специалист по инвестиционным стратегиям и председатель Индексного комитета по индексу S&P 500 компании Standard & Poor's. Автор книги «Что экономика пытается нам сказать? Как научиться понимать экономику и зарабатывать на этом деньги». В настоящее время он пишет для ежемесячного бюллетеня Standard & Poor's *Trends & Projections*, посвященного экономике США, ежемесячные обзоры по экономике США и регулярно публикует аналитические статьи в *Credit Week* и других изданиях S&P. Д-р Блитцер — постоянный гость на телеканалах CNBC, CNN и в программе Nightly Business Report. Его часто цитирует национальная деловая пресса, включая газеты *The New York Times*, *The Wall Street Journal* и *USA Today*.

## Предметный указатель

- А**  
Акции  
    иностранные 221, 222, 225, 226, 228, 236, 237, 239, 240, 243  
    роста 135, 139, 140, 142, 147, 159, 160, 164, 165, 166, 168, 169, 222, 223, 224, 240, 241, 242, 244, 247, 251  
    стоимости 139, 140, 166, 180, 224, 240, 241, 242, 251  
Аннуитет 133  
Арбитраж 199, 200
- Б**  
Баффетт, Уоррен 24, 252, 257  
Бета 163  
Богл, Джон 155
- В**  
Великая депрессия 30, 31, 46, 75, 78, 236  
Возврат к среднему 188  
Волатильность 14, 86, 87, 111, 118, 120, 121, 140, 150, 189, 213, 219, 228, 241, 253, 254
- Г**  
Граница эффективности 211, 214, 238  
Гринспен, Алан 31, 196, 248  
Гудвилл 183, 184
- Д**  
Диверсификация 121, 135, 143, 149, 150, 151, 158, 209, 210, 211, 212, 227, 228, 237, 239  
Дивидендная доходность 177, 185, 186, 251, 253, 254
- И**  
Ибботсон, Роджер 136, 137  
Индексный комитет 18, 92, 97, 98, 138  
Индивидуальный пенсионный счет 130  
Инерция 145, 187, 188, 252
- К**  
Казначейский вексель 117, 118, 120, 137, 200, 203, 209, 213, 230, 236, 243
- Кеннеди, Джон 45  
Класс активов 206, 208, 209, 210, 211, 214, 215, 221, 223, 224, 228, 229, 231, 233, 234, 245  
Классные пятьдесят 49, 50  
Компании роста 47  
Конгломераты 47, 48, 49  
Коулс, Алфред 51  
Коэффициент  
    балансовая стоимость / рыночная стоимость 164, 165, 166  
    цена / балансовая стоимость 139, 140, 147, 165, 177, 183, 184, 196, 251  
    цена / выручка 184, 185  
    цена / прибыль 47, 48, 49, 53, 55, 56, 57, 61, 80, 113, 139, 146, 147, 164, 165, 177, 178, 179, 180, 181, 182, 183, 185, 189, 203, 251, 253, 255  
    цена / рост прибыли 139, 183, 185  
    Шарпа 243  
Кредитное плечо 124
- Л**  
Линч, Питер 164, 183
- М**  
Маркет-тайминг 18, 69, 70, 161, 162, 204, 206, 247, 248, 249  
Марковиц, Гарри 211, 213  
Модель  
    Гордона 195  
    двухфазная 196  
    дисконтирования дивидендов 196, 202  
    ФРС 196, 198, 201, 202
- О**  
Операционная прибыль 178, 180  
Относительная сила 145, 146, 187, 188
- П**  
Паевые инвестиционные трасты 133  
Пенсионный план  
    401(k) 35, 36, 37, 39, 41, 130, 230  
    403(b) 35

с фиксированными взносами 34, 35, 38  
 с фиксированными выплатами 34, 35  
 Премия за риск 60, 236, 237, 243  
 Прибыль на акцию 86, 178  
 Производительность труда 234, 235, 236, 254

**Р****Рынок**

бычий 11, 13, 23, 25, 27, 29, 31, 32, 33, 41,  
 42, 43, 44, 45, 55, 57, 58, 60, 61, 63, 64,  
 66, 72, 75, 76, 77, 78, 80, 86, 109, 112,  
 183, 214, 224  
 вертикально эффективный 19, 20  
 горизонтально эффективный 19  
 медвежий 12, 13, 14, 19, 31, 32, 65, 78, 80,  
 111, 120, 223  
 облигаций 121, 202, 236  
 пограничный 14, 16  
 развивающийся 15, 148, 152, 226, 228, 234  
 развитый 14, 228  
 эффективность 18

**С**

Сигел, Джереми 167  
 Синкифелд, Рекс 137  
 Скользящая средняя 145  
 Совокупная доходность 12, 19, 85, 86, 112,  
 113, 188, 241  
 Стандартное отклонение 118, 119, 123, 150,  
 151, 212, 213, 214, 216, 224, 228, 239,  
 243

**Т**

Терминальная стоимость 216, 217

**У**

Уильямс, Джон 45, 47

**Ф**

Фама, Юджин 140, 163, 165

Фишер, Ирвинг 53

**Фонд**

биржевой индексный 64, 73, 89, 91, 127,  
 131, 132, 133, 134, 135, 143, 147, 148,  
 162, 199, 221, 223, 225, 231, 238, 241  
 взаимный 24, 38, 73, 89, 99, 125, 127, 129,  
 130, 131, 132, 133, 141, 145, 149, 152,  
 153, 155, 168, 188, 189, 207, 218, 222,  
 226, 231, 233, 239, 241, 242, 260  
 денежного рынка 117, 120, 161  
 индексный 17, 19, 24, 25, 36, 37, 40, 50, 64,  
 73, 107, 108, 117, 121, 128, 129, 130,  
 132, 139, 141, 142, 143, 144, 147, 152,  
 155, 156, 157, 161, 162, 172, 189, 193,  
 199, 228, 238, 239, 247, 251, 258  
 Френч, Кеннет 140, 163, 164, 165, 167, 222  
 Фундаментальное индексирование 20

**Ш**

Шарп, Уильям 155, 163  
 Шиллер, Роберт 198, 253

**Э**

Эйзенхауэр, Дуайт 45  
 Эффект индекса 95, 171  
 Эффект малых компаний 136, 224  
 Эффект мультипликации 48, 49

**С**

CAPM 163, 164

**D**

Dimensional Fund Advisors 136, 137  
 Dow Jones 12, 24, 26, 29, 52, 64, 83, 84, 91,  
 94, 96, 99, 104, 109, 112, 116, 133, 142,  
 148, 223

**E**

Euro 350 148

**F**

Frank Russell & Company 94, 99, 107, 136, 148  
 FTSE-Actuaries World Indexes 95

**G**

General Electric 49, 52, 164, 223  
 Global 100 148  
 Global 1200 148

**H**

HOLDR 131

**I**

IBM 52, 104, 174, 182  
 International Telephone and Telegraph 48

**L**

Litton Industries 48, 49  
 Long Term Capital Management 114

**M**

Merrill Lynch 131, 143  
 Microsoft 203, 225, 241  
 Morgan Stanley Capital International 95, 98,  
 104, 107, 131, 132, 142, 148, 151, 209,  
 228, 239, 240  
 Morningstar 168

**N**

NASDAQ 94, 150, 159, 168, 202  
 NYSE Composite 94, 109, 116

**P**

Profit Sharing Council of America 35

**Q**

Quantitative Services 25

**R**

Radio Corporation of America (RCA) 52

Russell 1000 137, 242

Russell 2000 94, 96, 136, 137, 157, 167, 242,  
243, 244

Russell 3000 136, 242

**S**

S&amp;P 100 98, 171, 223

S&P 500 12, 13, 16, 18, 20, 21, 24, 26, 29, 30,  
32, 40, 41, 43, 45, 46, 49, 50, 55, 56,  
57, 58, 64, 65, 66, 67, 70, 72, 73, 75, 76,  
78, 80, 83, 84, 85, 86, 87, 89, 94, 95, 96,  
97, 98, 99, 107, 108, 109, 110, 111, 112,  
113, 116, 117, 118, 121, 127, 128, 129,  
132, 133, 135, 137, 138, 140, 141, 143,  
144, 146, 148, 155, 156, 159, 160, 161,  
164, 166, 168, 171, 172, 174, 175, 177,  
180, 181, 182, 183, 186, 187, 188, 189,  
196, 197, 201, 203, 208, 209, 211, 213,  
216, 223, 224, 225, 228, 237, 238, 239,  
241, 244, 253, 260, 262

S&amp;P 500/BARRA Growth 77, 140, 241

S&amp;P 500/BARRA Value 140

S&amp;P 500 SPDR 89, 131, 132, 143

S&amp;P Asia Pacific 100 148

S&amp;P/IFC 148, 228

S&amp;P Latin America 40 148

S&P MidCap 400 98, 107, 133, 138, 157, 168,  
175, 189S&P SmallCap 600 98, 107, 137, 157, 168, 175,  
189, 242, 243, 244

S&amp;P Super Composite 1500 98, 143, 159

S&amp;P/TOPIX 150 148

S&amp;P/TSE 60 148

Standard & Poors 17, 18, 94, 95, 96, 97, 98, 99,  
104, 131, 133, 136, 137, 138, 140, 141,  
142, 143, 148, 160, 167, 168, 179, 183,  
229

State Street Global Advisors 131

STOXX 148

**V**

Vanguard 500 Fund 108

Vanguard 500 Index Trust 24, 97, 128

Vanguard Group 24, 128

**W**

Walt Disney &amp; Co 49

Wilshire 5000 84, 94, 143, 159

Wilshire Associates 94, 99, 107, 148

Блитцер Дэвид

## ПРЕВОСХОДЯ ПРОФЕССИОНАЛОВ

Как побить профи Уолл-стрит, используя индексы

Руководитель проекта *А. Деркач*  
Технический редактор *Н. Лисицына*  
Корректор *В. Муратханов*  
Компьютерная верстка *А. Фоминов*  
Дизайн обложки *С. Прокофьева*

Подписано в печать 29.04.2009. Формат 70×100 <sup>1</sup>/<sub>16</sub>.  
Бумага офсетная № 1. Печать офсетная.  
Объем 17 печ. л. Тираж 2000 экз. Заказ № .

Альпина Паблишерз  
123060, Москва, а/я 28  
Тел. (495) 980-53-54  
[www.alpinabook.ru](http://www.alpinabook.ru)  
e-mail: [info@alpinabook.ru](mailto:info@alpinabook.ru)

Каждый должен обеспечивать  
себя сам путем инвестирования.

*Из предисловия*

Книга «Превосходя профессионалов» знакомит с инвестиционной стратегией, доступной каждому — простой, недорогой и проверенной на протяжении десятилетий. В этом практическом руководстве по инвестированию объясняется, как инвестор может повторить доходность фондовых индексов — тех самых эталонов, которым из года в год проигрывает две трети профессиональных инвестиционных менеджеров.

Дэвид Блитцер освещает следующие вопросы:

- использование индексов для выбора и оценки отдельных акций;
- поиск скрытых лидеров на международных и развивающихся рынках;
- проверенные временем способы защитить свои прибыли;
- малоизвестный «эффект индекса» — как с его помощью краткосрочные трейдеры могут предвидеть и заработать прибыль.

**Дэвид Блитцер**, доктор философии, управляющий директор, главный специалист по инвестиционным стратегиям и председатель Индексного комитета агентства Standard & Poor's. Автор книги «Что экономика пытается нам сказать?» (What's the Economy Trying to Tell You?). В настоящее время составляет ежемесячные обзоры экономики США в Trends & Projections, выпускаемые агентством Standard & Poor's, и регулярно публикует аналитические статьи в Credit Week и других изданиях S&P.

ISBN 978-5-9614-1060-0



9 785961 410600

**альпина ПАБЛИШЕРЗ**

заказ книг (495) 980-53-54

или на сайте [www.alpinabook.ru](http://www.alpinabook.ru)