

Григорий Баршевский

ХОЧЕШЬ ВЫЖИТЬ? **ИНВЕСТИРУЙ!**

65 ШАГОВ
от нуля до профи

Издательство «Буквально»
Санкт-Петербург
2019

УДК 33
ББК 65
Б26

Оригинал-макет: В. Барчинский
Дизайн: Д. Маркова

Баршевский Г.

Б 26 Хочешь выжить? Инвестируй!. — СПб.: Буквально, 2019. — 497 с.

О чем эта книжка?

Эта книга о том, как самому построить для себя и своих близких собственную систему пенсионного обеспечения и создать свой фонд образования для детей, собственную систему медицинского страхования, а также застраховать себя от несчастных случаев, от пожара, а еще — на случай потери трудоспособности и на случай смерти. Короче, книга о том, как самостоятельно построить свою финансовую независимость. Как все это каждый должен сделать сам.

Для успеха вам не нужны большие вложения. Но для успеха нужен длинный период инвестирования. Если вам меньше 45, эта книга для вас, даже если у вас очень скромные доходы.

Однако эта книга не о том, как разбогатеть по-быстрому. Если вы хотите именно этого, забудьте об этой книге! Она не для вас.

В этой книге рассказывается, как человеку даже с нулевым уровнем финансовой грамотности, без чудес, медленно и постепенно — почти независимо от уровня его доходов, шаг за шагом построить свое финансовое благополучие на долгие годы.

www.izdatelstvobukvalno.ru



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

ISBN 978-5-9965-0228-8

© Баршевский Г., 2019
© ООО «Буквально», 2019

Оглавление

Глава 1.

ОСНОВНЫЕ ИДЕИ И ПРИНЦИПЫ

Шаг 1.	Плохая новость и хорошая новость	9
Шаг 2.	Позвольте представиться	14
Шаг 3.	Два важных правила	16
Шаг 4.	Я живу от зарплаты до зарплаты. Какие инвестиции?	18
Шаг 5.	Насколько реально зарабатывать на инвестициях 15 % годовых?	24
Шаг 6.	Вы решили начать свой бизнес. И вдруг в дверь постучали.....	32
Шаг 7.	Магия сложного процента	37
Шаг 8.	Налоги и сроки инвестирования.....	43
Шаг 9.	Россия, США и весь Мир	48
Шаг 10.	Главный враг инвестора	51
Шаг 11.	Рискованно заниматься инвестированием?.....	55
	Выводы из первой главы	59

Глава 2.

ПЛАНИРУЙТЕ СВОЮ ЖИЗНЬ

Шаг 12.	Ставьте правильные вопросы.....	65
Шаг 13.	Сроки инвестирования.....	69
Шаг 14.	Ваши цели, и как их достичь?	78
Шаг 15.	Дороги, которые мы выбираем	89
Шаг 16.	Что такое риск, и насколько вы в состоянии его терпеть? ...	96
	Выводы из второй главы	107

Глава 3.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

<i>Шаг 17.</i>	Из чего портфель будем строить?	111
<i>Шаг 18.</i>	Облигации	114
<i>Шаг 19.</i>	Акции	126
<i>Шаг 20.</i>	Главный секрет инвестирования	133
<i>Шаг 21.</i>	Недвижимость	142
<i>Шаг 22.</i>	Наличные	147
<i>Шаг 23.</i>	Золото.....	153
<i>Шаг 24.</i>	Машина времени, НЦБ и немного философии	159
<i>Шаг 25.</i>	Индексы как НЦБ.....	165
<i>Шаг 26.</i>	Анализируем индексы инвестиционных инструментов...168	
<i>Шаг 27.</i>	Инвестиционные фонды	179
<i>Шаг 28.</i>	Что дальше?.....	187
	Выводы из третьей главы.....	191

Глава 4.

ПУТЬ УОРРЕНА БАФФЕТА

<i>Шаг 29.</i>	Экономический ров.....	195
<i>Шаг 30.</i>	Как найти «ров»?.....	206
<i>Шаг 31.</i>	Портал Morningstar	211
<i>Шаг 32.</i>	Цифры говорят. Счет прибылей/убытков.....	217
<i>Шаг 33.</i>	Цифры говорят. Балансовый отчет	231
<i>Шаг 34.</i>	Цифры говорят. Алгоритм экспресс-анализа.....	239
<i>Шаг 35.</i>	Экспресс-анализ как рабочий инструмент	244
<i>Шаг 36.</i>	Используем Excel для быстрого анализа	253
<i>Шаг 37.</i>	Проверки на дорогах.....	257
<i>Шаг 38.</i>	Проверяем выбор дорси.....	270
<i>Шаг 39.</i>	Нюансы	272
<i>Шаг 40.</i>	Не завышена ли цена акций?	278
<i>Шаг 41.</i>	Когда покупать?	285
<i>Шаг 42.</i>	Когда продавать?	289
<i>Шаг 43.</i>	Революция или эволюция.....	297
	Выводы из четвертой главы.....	300

Глава 5. ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОРТФЕЛЬ

<i>Шаг 44.</i>	Про эпитаф.....	305
<i>Шаг 45.</i>	Сказка о трех инвесторах. Петр.....	308
<i>Шаг 46.</i>	Сказка о трех инвесторах. Василий	314
<i>Шаг 47.</i>	Сказка о трех инвесторах. Николай.....	317
<i>Шаг 48.</i>	Как снизить риск портфеля?.....	323
<i>Шаг 49.</i>	Ребалансировка	336
<i>Шаг 50.</i>	А можно иметь высокую доходность с низким риском? ...	341
<i>Шаг 51.</i>	Облигации в инвестиционном портфеле	361
<i>Шаг 52.</i>	Составьте свой портфель сами. Верхний уровень	374
<i>Шаг 52.</i>	Мой портфель.....	381
<i>Шаг 54.</i>	Составьте свой портфель сами. Нижний уровень.....	385
<i>Шаг 55.</i>	Анализ результатов года и планы на будущий год.....	399
<i>Шаг 56.</i>	Все! Вы умеете инвестировать грамотно и разумно!	405
<i>Шаг 57.</i>	Как выйти на зарубежный рынок?	407
	Выводы из пятой главы	420

Глава 6. ПУТЬ ДЖОНА БОГЛА И ДИСКУССИЯ

<i>Шаг 58.</i>	Взлет и снижение популярности инвестиционных теорий.....	425
<i>Шаг 59.</i>	Отдать деньги профессионалам?.....	434
<i>Шаг 60.</i>	Победная поступь пассивного индексного инвестирования	444
<i>Шаг 61.</i>	«Рынок» или «Индекс»?	455
<i>Шаг 62.</i>	Мое частное мнение.....	460
<i>Шаг 63.</i>	Как победа индексного инвестирования изменяет рынок?	470
<i>Шаг 64.</i>	Какие дополнительные возможности возникают у инвестора?	477
<i>Шаг 65.</i>	Инвестирование: алгоритм действий.....	480
	Выводы из шестой главы	488
	Вместо прощания	492
	Что почитать?	494

Глава 1

ОСНОВНЫЕ ИДЕИ И ПРИНЦИПЫ

Твое завтра начинается сегодня.

Неизвестный автор

Шаг 1. **ПЛОХАЯ НОВОСТЬ И ХОРОШАЯ НОВОСТЬ**

Человек всегда был и будет озабочен своим будущим. Что меня ждет? Этот вопрос волнует каждого. От чего и от кого зависит мое будущее? С древних времен люди пытаются ответить. И отвечают по-разному.

В античности судьба, рок — это всегда за пределами человеческой власти. В основе трагедий Софокла обычно лежит борьба выдающейся личности со своей судьбой. Борьба эта, по мнению автора, безнадежна, и поэтому является трагической. Человек огромной воли и его бессилие перед предначертанной ему судьбой — в этом обычно и состоит суть древнегреческой трагедии.

В современном мире страсти не столь великие, как в древних трагедиях, и, кроме того, у современного человека есть мнение, что основные проблемы своего будущего ему поможет решить государство. А современное государство, со своей стороны, с охотой берется защищать человека от всевозможных будущих проблем: защищать здоровье и жизнь, обучать его детей, обеспечивать в старости. За все это берется государство. В обмен на налоги, разумеется.

Но вот беда, система социального обеспечения не только в нашей стране, но и во многих других находится в очень непростом состоянии, в некоторых — на грани банкротства. О других странах сейчас говорить не будем, но в России дела в этом отношении обстоят весьма сурово. То есть, пенсии, которые и сейчас не дают возможности достойно прожить, скоро станут еще меньшей поддержкой в старости. Это просто факт.

Бесплатная медицина на наших глазах перестает быть бесплатной. А лекарства — в основном импортные — ох как недешевы.

Дети помогут? Часто нет. Просто не смогут. Безработица... Низкие зарплаты... Низкий уровень образования, которое получают дети. Все это, вероятно, далеко не всем детям даст возможность помогать родителям в старости.

Кто же поможет нам с вами выпутаться из этой непростой ситуации? ТОЛЬКО МЫ САМИ! Как пелось в одной старой революционной песенке:

«Никто не даст нам избавленья,
Ни Бог, ни царь и ни герой.
Добьемся мы освобожденья
Своею собственной рукой».

Это чистая правда! Именно так. Только на себя и следует рассчитывать во всех жизненно важных вопросах. И это особенно верно, когда мы говорим о финансовой защите своего будущего и будущего своих детей и близких.

Самому построить для себя и своих близких собственную систему пенсионного обеспечения и собственную систему медицинского страхования, свой фонд образования для своих детей, а также собственную систему страхования от несчастных случаев, от пожара, а еще на случай смерти и потери трудоспособности, — все это каждый должен сделать для себя сам.

Как? А точно так же, как это делает государство: собирая ежемесячно взносы и инвестируя накопленное, чтобы прирастало. Только вы должны это сделать гораздо лучше, чем государство. Потому что ни один чиновник никогда не будет заинтересован в вашем достойном будущем в той степени, в какой вы сами заинтересованы в этом.

Цель этой книги — помочь желающим поднять свой уровень финансового образования и начать разумно инвестировать. Просто для того, чтобы выжить.

К сожалению, достичь успеха смогут не все. Очень многое зависит от вашего возраста.

Если вам уже 55 или больше и у вас нет накоплений, то, скорее всего, вам стоит читать эту книгу только в расчете на детей

и внуков. Она может помочь вашим детям и внукам, но, к сожалению, не вам. Хорошая новость, что вы еще как-то проживете на государственном обеспечении. Плохо. Трудно. Но как-то все же проживете. Или, может быть, у вас есть накопления. Тогда это другая ситуация.

Если вам больше 45, то и вам, пожалуй, немного поздно читать эту книгу. Что-то вы, возможно, успеете, но, скорее всего, не сможете реализовать все свои жизненные цели, если у вас нет накоплений. Правда, если у вас припасено на черный день и на старость что-нибудь около четырех-пяти миллионов рублей, то ваша ситуация становится гораздо более оптимистичной. Тогда вы можете разумно инвестировать и достичь успеха.

Если же вам меньше 45, то именно для вас я писал эту книгу. Тогда вы можете начать накапливать и инвестировать прямо сейчас. Эта книга о том, как ВЫ САМИ сможете обеспечить свое финансовое благополучие на долгие годы вашей жизни. Вам будет непросто это сделать. Надо будет кое-чему научиться. И нужна железная дисциплина. Но цель — стать финансово независимым от всех: и от государства, и от детей — эта цель, ей-богу, того стоит!

Если вам меньше 45, то вам до пенсии больше 20 лет. За это время можно успеть стать довольно обеспеченным человеком. Особенно если вам до пенсии 25 лет или еще больше. Например, если вам до пенсии 30 лет (то есть, вам сейчас 35) и вы будете откладывать на свое будущее 6 тысяч рублей в месяц, то к моменту выхода на пенсию у вас, скорее всего, будет накоплено около СТА МИЛЛИОНОВ РУБЛЕЙ. Это не ошибка, около ста миллионов рублей. Откладывая по 6 тысяч рублей в месяц. И вскоре вы увидите конкретный расчет и понятные правила, как это сделать.

Эта книга о грамотных инвестициях. Именно инвестиции позволят вам стать финансово независимым человеком. Не просить помощи у детей, а помогать им по мере возможности. Не уповать на государство, а просто забыть о его благах.

НО!!! Если вы рассчитываете разбогатеть по-быстрому, закройте эту книгу немедленно! Она вам не поможет (я думаю, что вам ничего не поможет, но это лишь мое частное мнение). Эта книга о постепенном и требующем воли пути к финансовой состоятельности, а не о пути к богатству, обретенному легко и за короткий срок.

К сожалению, в нашей стране финансовая грамотность людей находится на очень низком уровне. Именно этот низкий уровень позволяет многочисленным шарлатанам, которые не стесняются называть себя инвестиционными и финансовыми специалистами, брокерами и трейдерами, морочить людям голову, подбивая их участвовать в различных финансовых аферах, где люди только теряют свои деньги. Называются эти аферы совершенно по-разному: Фогех, МММ, «Кэшбери», ломбард, «Деньги сразу» — и многое другое. Но суть у них одна — обман.

Основная задача, которую я ставил перед собой — не столько разоблачить финансовых аферистов (хотя и это буду иногда делать по ходу), сколько — главное — научить человека даже с нулевым уровнем финансовой грамотности, как без чудес, медленно и постепенно — почти независимо от уровня своих доходов — шаг за шагом построить свое финансовое благополучие.

Вы спросите: «А разве не важно, сколько я зарабатываю?»

Ответ: доходы, конечно, тоже играют некоторую роль, но размер ваших доходов — менее важный фактор, чем то, сколько вам лет, сколько вам осталось до пенсии. Например, если вам 25 (до пенсии 40) и вы зарабатываете 30 тысяч рублей в месяц, то это гораздо лучше для достижения ваших долговременных целей, чем если вам 40 (до пенсии 25) и вы зарабатываете 100 тысяч рублей в месяц. В каком возрасте вы начали — вот что самое важное.

Вы спросите: «А разве не надо обладать какими-то специальными знаниями, чтобы заниматься инвестициями?»

Ответ: надо. Вот что:

- Четыре арифметических действия (сложение, вычитание, умножение деление) и понятие процента;
- Хотя бы немного — английский. Впрочем, я постараюсь по ходу изложения пояснять и переводить основное. И переводчик Google работает;
- Также немного — Excel (или другие электронные таблицы) на простом уровне.

Это все.

Перед нами — грандиозная задача построить свое финансовое благополучие, не имея ни особых накоплений, ни специальных знаний и навыков. Задача сложная. Она потребует упорства.

Но выполняемая! У вас есть упорство? Вы готовы к дисциплине и к работе? Тогда — вперед!

P.S. Если вы уже разбираетесь в инвестициях, уже инвестируете, то вам тоже не возбраняется читать эту книгу. Вдруг увидите что-то новое и интересное?

Шаг 2. **ПОЗВОЛЬТЕ ПРЕДСТАВИТЬСЯ**

Поскольку эта книга написана в форме беседы с читателем, будет разумным сразу представиться.

Меня зовут Григорий Баршевский.

Мой e-mail адрес: barchevski@gmail.com.

Есть блог в Живом Журнале, где я иногда пишу на темы инвестиций: <https://gregbar.livejournal.com/>

Задавайте вопросы, постараюсь ответить!

Я являюсь кандидатом экономических наук, в свое время создал финансовую группу, включавшую в себя коммерческий банк, инвестиционный и пенсионный фонды, агентство недвижимости и ряд других организаций, и руководил ей. То есть, я более или менее профессионально занимаюсь финансами уже довольно давно, свыше 25 лет. Имею опыт работы на финансовом рынке США в качестве квалифицированного инвестора. Сейчас я на пенсии. Но продолжаю инвестировать, главным образом на американском рынке, хотя не только на нем. Живу в Перми.

Я не занимаюсь частной практикой в области инвестирования, не получаю денег ни от частных инвесторов, ни от профессиональных организаций или лиц, работающих на финансовых рынках в России или за рубежом. Я не являюсь также ни инвестиционным, ни финансовым консультантом. Поэтому у меня нет материальной заинтересованности, чтобы продать что-то или привлечь кого-то в ту или иную инвестиционную или брокерскую фирму либо в ПИФ. И я не буду в этой книжке рекламировать ни одну из подобных структур.

Я не считаю себя знатоком во всех аспектах этой необъятной темы — инвестирование. И время от времени буду честно заявлять, что я не знаю того или этого. Но и все то, о чем я утверждаю определенно, прошу вас подвергать сомнению.

Мне семьдесят лет. Немало. Я жил и в пору хрущевской оттепели, и в эпоху развитого социализма, в эпоху застоя и в эпоху перестройки, в эпоху первоначального накопления и в эпоху Путина. Работал и на государственных предприятиях, и в кооперативе, служил в армии и работал в брокерской конторе, в столовой и в коммерческом банке, преподавал в школе и в университете. На основании своего опыта могу с уверенностью сказать: рассчитывать каждый должен только на себя.

Шаг 3. ДВА ВАЖНЫХ ПРАВИЛА

Прежде чем вы начнете читать эту книгу, необходимо принять и активно использовать безоговорочное **ПРАВИЛО № 1** частного инвестора: никогда никому, кто будет давать вам различные советы по вопросу, как вам лучше инвестировать, (ни консультантам, ни брокерам, ни банкирам, ни, конечно, мне) не доверять. Ничего не принимать на веру. Во всем сомневаться. Все пробовать «на зуб». По любому вопросу брать 2-3 консультации у разных людей, сталкивать различные мнения между собой и делать собственное окончательное заключение. Доверять только себе.

Люди лгут. Люди лгут по разным причинам. Иногда они заинтересованы материально. Иногда им самим приятно думать так, как они думают. Часто они просто верят в то, что говорят. Но это не значит, что их слова не ложь. Ведь они лгут иногда неосознанно. Например, хотя я старался эту книжку писать честно, но уверен, что в ней есть неосознанная ложь (правда, я не знаю, где она спрятана). Просто потому, что у меня есть свои представления о «правильных» инвестициях.

Не верьте. Вы — это только вы. Вам и только вам жить вашу собственную жизнь. И решение по поводу ваших денег и вашего будущего должны принимать только вы сами.

Читая эту и любую другую книгу о персональных финансах и об инвестировании, находясь на лекции или семинаре по этим вопросам, постоянно помните Правило № 1.

Из Правила № 1 вытекает **ПРАВИЛО № 2**: не доверяйте управление вашими деньгами профессионалам. Все делайте сами.

Не ждите, что умные специалисты сделают за вас эту работу лучше. Мы еще обсудим, почему так происходит, на Шаге 59 «Отдать деньги профессионалам?». Но факт состоит в том, что специалисты сделают работу по управлению вашими финансами хуже, чем вы сами. И они еще возьмут с вас серьезные комиссионные за свою работу.

Сошлюсь на свой небольшой опыт. Несколько раз в своей жизни я отдавал часть своих средств в управление профессионалам. Во всех случаях я не зарабатывал, а терял деньги.

Уоррен Баффет как-то сказал: «Профессионалы в других областях, например, дантисты, приносят много пользы неспециалистам. Но от профессиональных финансовых менеджеров люди, как правило, за свои деньги не получают ничего».

Правда, чтобы сделать эту работу самому, надо приложить усилия. Надо учиться. Весь вопрос, готовы ли вы.

Шаг 4. **Я ЖИВУ ОТ ЗАРПЛАТЫ ДО ЗАРПЛАТЫ. КАКИЕ ИНВЕСТИЦИИ?**

Знаете, есть мнение, что бедность — это состояние головы, а не состояние кармана. Американские исследователи как-то задались вопросом: как сейчас живут те люди, которые несколько лет назад выиграли в лотерею один миллион долларов или больше. Оказалось, что все они сейчас небогаты. Многие находятся в большей бедности, чем были до выигрыша.

Два разговора об инвестициях.

Разговор 1

— Я получаю 26 тысяч рублей в месяц. Жена — 14 тысяч. Мы живем от зарплаты до зарплаты. О каких инвестициях речь? Мы едва сводим концы с концами.

— Со своих 40 тысяч я бы посоветовал вам 15 % откладывать на свое будущее. Это шесть тысяч рублей в месяц.

— Мы не сможем прожить на 34 тысячи. Просто не сможем.

— Это трудно, согласен. Но это легче, чем на старости лет стать бомжом, спать в подъездах и питаться из мусорных баков.

— И что же, вы думаете, меня спасут 6 тысяч в месяц? Что они мне дадут?

— Думаю, вы станете обеспеченным человеком.

— Сколько же я накоплю таким способом?

— Вам сейчас 25 лет. На пенсию вы выйдете в 65 лет или позже. То есть, у вас есть как минимум 40 лет впереди. Откладывая по 6 тысяч рублей в месяц и разумно инвестируя их, вы

к моменту выхода на пенсию будете иметь сбережения где-нибудь в районе 100–150 миллионов рублей.

— Сколько? 100–150 миллионов рублей?! Вы смеетесь? Вы думаете, я не умею считать? 6 тысяч в месяц — это 72 тысячи в год. За 40 лет накопится 2 миллиона 880 тысяч. Ну, если складывать на депозит в Сбербанке, то с процентами будет, скажем, 4 миллиона, или пусть даже 5 миллионов. Откуда взялись 100–150 миллионов?

— 100–150 миллионов взялись из инвестирования. Вклад в Сбербанке сегодня даст вам 4–5 % годовых. Это неплохой процент. Он немного выше официальной инфляции. Но не всегда он такой хороший бывает. Кстати, в Сбербанке под 4,5 % годовых у вас накопится за эти 40 лет не 4 или 5, а около 8 миллионов рублей. Тоже, конечно, совсем не 100 и тем более не 150 миллионов. А вот разумные инвестиции позволяют вам рассчитывать примерно на 15 % роста в год в рублях. Вот и получится в итоге около 100–150 миллионов.

— То есть, вы хотите сказать, что у меня будет от полутора миллионов до двух с половиной миллионов долларов накоплений? Я стану долларовым миллионером?! И это откладывая по 6 тысяч рублей в месяц!

— Нет, не так. Здесь вы делаете две ошибки. Во-первых, вы переводите рубли в доллары по сегодняшнему курсу. К моменту вашего выхода на пенсию курс доллара, думаю, будет существенно выше сегодняшнего. Во-вторых, когда вы оцениваете размер вашего благосостояния через 40 лет, вы ориентируетесь на сегодняшние цены. Поверьте, через 40 лет цены будут совсем другими, и ваше благосостояние, скажем, в 100 миллионов рублей близко не будет напоминать благосостояние человека, который имеет сегодня 100 миллионов рублей. Но не будем забегать вперед. Давайте сначала рассчитаем, как получаются названные цифры. Вот табличка, которая показывает, что будет происходить, если каждый год вкладывать в собственный фонд накоплений 72 тысячи рублей и если прирост на них ежегодно будет составлять 15 % от накопленной суммы:

Таблица 1.1.

Рост сбережений по ставке 15 % годовых

Год	На начало	Рост	Вложения	На конец
1	2	3	4	5
2018			72 000	72 000
2019	72 000	10 800	72 000	154 800
2020	154 800	23 220	72 000	250 020
2021	250 020	37 503	72 000	359 523
2022	359 523	53 928	72 000	485 451
2023	485 451	72 818	72 000	630 269
2024	630 269	94 540	72 000	796 810
2025	796 810	119 521	72 000	988 331
2026	988 331	148 250	72 000	1 208 581
2027	1 208 581	181 287	72 000	1 461 868
2028	1 461 868	219 280	72 000	1 753 148
2029	1 753 148	262 972	72 000	2 088 120
2030	2 088 120	313 218	72 000	2 473 338
2031	2 473 338	371 001	72 000	2 916 339
2032	2 916 339	437 451	72 000	3 425 790
2033	3 425 790	513 868	72 000	4 011 658
2034	4 011 658	601 749	72 000	4 685 407
2035	4 685 407	702 811	72 000	5 460 218
2036	5 460 218	819 033	72 000	6 351 250
2037	6 351 250	952 688	72 000	7 375 938
2038	7 375 938	1 106 391	72 000	8 554 329
2039	8 554 329	1 283 149	72 000	9 909 478
2040	9 909 478	1 486 422	72 000	11 467 900
2041	11 467 900	1 720 185	72 000	13 260 085
2042	13 260 085	1 989 013	72 000	15 321 097
2043	15 321 097	2 298 165	72 000	17 691 262
2044	17 691 262	2 653 689	72 000	20 416 951
2045	20 416 951	3 062 543	72 000	23 551 494
2046	23 551 494	3 532 724	72 000	27 156 218
2047	27 156 218	4 073 433	72 000	31 301 651

окончание табл. 1.1.

1	2	3	4	5
2048	31 301 651	4 695 248	72 000	36 068 898
2049	36 068 898	5 410 335	72 000	41 551 233
2050	41 551 233	6 232 685	72 000	47 855 918
2051	47 855 918	7 178 388	72 000	55 106 305
2052	55 106 305	8 265 946	72 000	63 444 251
2053	63 444 251	9 516 638	72 000	73 032 889
2054	73 032 889	10 954 933	72 000	84 059 822
2055	84 059 822	12 608 973	72 000	96 740 796
2056	96 740 796	14 511 119	72 000	111 323 915
2057	111 323 915	16 698 587	72 000	128 094 502
2058	128 094 502	19 214 175	72 000	147 380 678

То есть, рост в размере 15 % годовых позволит накопить чуть менее 150 миллионов рублей. А если взять рост 12 % годовых и построить такую же табличку, то итогом будет цифра 93 миллиона рублей.

- А это реально — приращивать свои сбережения на 12–15 % в год?
- Прирост на 12–15 % годовых в рублях — это вполне реально при разумных инвестициях на длинных интервалах времени.

Разговор 2

— Мне 30 лет. Я руковожу департаментом в крупной компании. Очень хорошо зарабатываю. 140 тысяч в месяц. И жена — 60 тысяч. Мы наполовину выплатили ипотеку за очень хорошую квартиру, в которой сейчас живем. У нас две машины. Не в кредит. Правда, одну надо скоро уже менять. Мы дважды в год ездим в отпуск за границу. Собираемся родить ребенка. У меня совсем нет свободных денег. Все расходуется. И даже немного не хватает. Но я не волнуюсь за свое будущее. В будущем, возможно, открою собственный бизнес. Надеюсь, все будет хорошо.

— А как вы собираетесь растить и обучать ребенка? Это ведь недешево. И как вы собираетесь жить в старости? Неужели на пенсию?

— Ну, я еще не думал об этом. Мне еще рано о старости думать. Говорю же, возможно, свое дело начну.

— Насчет того, рано ли вам думать, должен сказать, что это как посмотреть. Например, Уоррен Баффет начал инвестировать в 11 лет. И у него неплохо получилось, сегодня — более 75 миллиардов долларов личного состояния. Он начал с нуля. И он никого не грабил, все заработал честно. По сравнению с ним, вы немного подзадержались. Хотя, вообще-то, конечно, у вас еще замечательный возраст. До выхода на пенсию в 65 лет у вас еще 35 лет. Вы можете прекрасное состояние и для себя, и для своих детей создать за эти годы.

— А что надо делать в первую очередь для этого?

— В первую очередь надо накапливать. Я бы посоветовал 15 % от дохода вашей семьи откладывать на инвестиции, и инвестировать их разумно.

— Это 30 тысяч рублей ежемесячно. Это надо будет серьезно ограничить себя в расходах.

— Да, серьезно. Но и цель того стоит. К моменту выхода на пенсию вы будете иметь что-то от 174 до 365 миллионов рублей.

— Сколько? От 174 до 365 миллионов рублей!!! Да мне столько и не надо.

— Ну, это вам решать. Можно перестать работать раньше. Выйти на пенсию в 55 лет. С суммой от 54 до 88 миллионов рублей.

— Да, вы меня озадачили. Стоит подумать. А на какой, по вашему мнению, прирост инвестиций в год можно рассчитывать?

— В рублях можно рассчитывать на 12–15 % годовых.

— Вы уверены, что такой прирост реален?

— Да. Но это в рублях. В долларах прирост будет меньшим.

— И на сколько можно рассчитывать в долларах.

— Если брать такие длинные интервалы времени, как в вашем случае — 35 лет, — то можно ориентироваться на 8–9 % годовых.

— Ого, а долларовые вклады в Сбербанке дают только 1,5 % годовых. И что же надо делать, чтобы получить такую доходность? Вы можете управлять моими инвестициями, если я решусь?

— Нет. И я вам не советую отдавать ваши деньги в управление кому бы то ни было. Вы лучше управляйте своими инвестициями самостоятельно.

— Но я не умею. И это, наверное, очень сложно.

— Нет, не очень сложно. Прочтите эту книгу. А если будут вопросы по конкретным шагам — напишите мне на электронную почту. Я постараюсь ответить. Адрес почты указан на Шаге 2.

Примечание 1. Посмотрите Таблицу 1.1, там каждый очередной десятый год выделен цветом. Так вот, первая десятилетка заканчивается накоплениями объемом чуть больше 1,7 миллионов рублей, вторая — 8,5 миллионов, третья — 36 миллионов, а четвертая — 147 миллионов рублей. Вот как стремительно нарастает сумма средств в вашем личном инвестиционном фонде с увеличением времени инвестирования.

Обратите также внимание, что во втором разговоре собеседник, откладывая в 5 раз большую сумму, чем собеседник в первом разговоре, за 25 лет (до своих 55 лет) накопит только от 54 до 88 миллионов, а первый собеседник за 40 лет накопит от 100 до 150 миллионов. Хотя второй собеседник вкладывал ежемесячно в пять раз большую сумму. Получается, что увеличение времени инвестирования с 25 до 40 лет более важно, чем увеличение ежемесячной суммы инвестиций в 5 раз.

Вот почему я написал, что главное — это сколько вам лет, когда вы начали инвестировать. От длительности периода вашего инвестирования зависит еще несколько важных для вашего успеха вещей. Мы обсудим это позже. Но все эти факторы успеха работают по принципу: чем дольше, тем лучше.

Примечание 2. Огромные суммы результатов инвестирования, которые приведены в этом разделе, могут вызывать недоверие. Поскольку сами вычисления и цифры, приведенные в таблице, легко проверить — и понять, что ошибок нет, — то недоверие концентрируется на главном: «15 % в год среднего роста в рублях». Насколько реально зарабатывать в среднем 12–15 % в год на ваши инвестиции? Чтобы снять эти разумные сомнения, следующий параграф посвятим доказательству, что зарабатывать 12–15 % в год реально.

Шаг 5. **НАСКОЛЬКО РЕАЛЬНО ЗАРАБАТЫВАТЬ НА ИНВЕСТИЦИЯХ 15 % ГODOVЫХ?**

Речь, разумеется, идет лишь о средней годовой доходности. Если мы инвестируем, то доход одного года всегда будет отличаться от дохода другого года. А в какие-то годы будут убытки. Но можем ли мы зарабатывать в среднем 15 % в год в рублях?

Да. Причем разными способами.

Здесь я приведу только один простой способ, который показывает, что заработать около 15 % годовых в рублях довольно реально. Этот способ очень примитивный. Я не советую им пользоваться при ваших реальных инвестициях. Достоинство этого способа в том, что он очень простой. Я его привожу лишь для того, чтобы показать, что такие темпы прироста вашего благосостояния, какие названы на предыдущем шаге, не выдумка. Этот способ состоит всего из двух действий.

Действие 1. Переводим свои деньги в доллары сразу, как только они у нас откладываются для инвестирования.

Поскольку с этого момента все средства вашего инвестиционного фонда оказываются в долларах, то объем ваших средств, если их считать в рублях, будет меняться в соответствии с тем, как рубль изменяется по отношению к доллару. Если 1 доллар стал стоить меньше в рублях, то объем ваших средств в рублях уменьшится, если доллар стал стоить больше в рублях, то объем ваших средств в рублях увеличится.

Как же будет меняться курс доллара в рублях в будущем? Этого, разумеется, никто не знает.

А как он менялся раньше? По-разному. Вот график:



График 1.1. Курс доллара к рублю

Как видим, доллар стоил примерно 6 рублей до августа 1998 года. Затем он прыгнул сразу на уровень 24 рубля за доллар. И курс в диапазоне 22–28 рублей за доллар держался до ноября 2009 года, когда доллар вдруг совершил очередной прыжок (на самом деле, это рубль снизился) до 36 рублей за доллар. Затем доллар немного подешевел и находился примерно в диапазоне 30–33 рубля за доллар до августа 2014 года. В августе 2014 доллар опять скакнул вверх. Он, было время, стоил даже больше 80 рублей за доллар, но потом снизился, потом серьезно колебался вверх-вниз и остановился в 2017 примерно на уровне 56–59 рублей за доллар.

Каков вывод? Если смотреть короткие промежутки времени (год-два-три), то ничего сказать нельзя. В некоторые годы доллар двигался вниз, в некоторые — вверх, а часто был почти постоянным по отношению к рублю.

Но если мы смотрим на длинных периодах времени, например, за пятнадцать лет, то отчетливо видно — доллар по отношению к рублю всегда рос за любые 15 лет. Устойчиво и постоянно рос. Откуда мы ни начнем отсчет, за следующие 15 лет доллар всегда вырастал. Иногда в два раза, иногда — в три или даже в четыре

раза, но всегда за 15 лет доллар существенно вырастал по отношению к рублю.

Будет ли такое же происходить и дальше, в будущем? Будет ли доллар на 15-летних, 20-летних или на 30-летних периодах расти примерно такими же темпами, как и раньше?

Я считаю, что с большой вероятностью — да. Ничего в экономике России не поменялось принципиально, чтобы рубль повел себя по-другому.

На сколько же рубль будет проседать по отношению к доллару в среднем в год в будущем? Я считаю, что в качестве грубого ориентира можно брать примерно те же значения, что и раньше. А раньше — за 20 лет рубль упал примерно в 10 раз по отношению к доллару: с 6 рублей за доллар в начале 1998 года до примерно 60 рублей за доллар в начале 2018 года. Это означает рост доллара к рублю на 12,2 % ежегодно, если считать в среднем.

А самое «спокойное» пятнадцатилетие — с 1 января 2000 года по 1 января 2015 года, когда доллар вырос к рублю меньше всего, дало средний рост с 27 до 56 рублей за доллар. Что соответствует 5 % роста в год в среднем. Если взять значение роста между этими цифрами (5 % и 12 %), то мы получим ориентир 8–8,5 % годового роста. Но можно ориентироваться на самый маленький средний рост, который был в любые 15 лет в прошлом. Тогда нашей осторожной средней оценкой будет 5 % годового роста доллара в год. А кто-то — свехосторожный — скажет, что он вообще не рассчитывает на рост доллара (снижение рубля) в будущем. Тогда он возьмет среднегодовой рост равный нулю.

Какой же конкретно рост доллара к рублю правильнее брать для оценки его будущей динамики? В последнее время доллар к рублю растет высокими темпами. С середины 2014 года по середину 2018 года курс доллара вырос с 32,32 до 62,29 рублей за доллар. Средний рост составил очень высокие 17,8 % в год. Даже если в будущие 10 лет — до 2028 года — курс доллара к рублю останется неизменным, то и в этом случае средний рост курса с 2014 по 2028 годы все равно получится около 5 % в год только за счет

уже упавшего за 4 года рубля. Поэтому, мне кажется, прогноз роста курса в 5 % годовых в среднем является скорее несколько заниженным, чем завышенным. То есть, лично я вполне спокойно принимаю в своих расчетах, что перевод рублей в доллар даст мне в рублях средний рост 5 % в год (причем, скорее всего — даже немного больше). Но другой человек, более осторожный, может взять для себя более низкую оценку этого роста. Вплоть до нуля.

Также надо иметь в виду, что в некоторые годы и даже несколько лет подряд доллар обязательно или вообще не будет изменяться по отношению к рублю, или — иногда — будет даже немного снижаться. Так было раньше (еще раз посмотрите на график). Так, по-видимому, будет и в дальнейшем. Но на больших интервалах в 15, 20 и более лет мы, скорее всего, будем, как и раньше, наблюдать рост курса доллара к рублю. И можно среднегодовой рост доллара считать примерно таким же, как это было раньше: осторожная оценка (возможно, даже немного заниженная) — 5 % годовых в среднем.

А ведь наш интерес состоит именно в длинных периодах. Мы же создаем свое благополучие на длинных интервалах: нам деньги нужны к пенсии, или, например, к моменту учебы детей в университете. Это все достаточно длинные периоды.

Тогда получается, что простым переводом своих сбережений в доллар мы уже задали их рост в рублях в среднем примерно на 5 % в год. Но не стоит радоваться этому, надо иметь в виду, что инфляция в последние 20 лет в России по официальным данным составляет около 11 % годовых в среднем. То есть, перевод сбережений в доллар отнюдь не уберегает их даже от инфляции, не говоря уже о реальном приросте сбережений. Надо сделать что-то еще, чтобы получить существенно больший рост. Выполним второе и последнее действие нашей процедуры.

Действие 2. Покупаем на все наши сбережения индекс S&P 500. И постоянно, как только у нас появляются дополнительные сбережения, переводим их в доллары и докупаем на них еще немного индекса S&P 500. Вот и вся наша работа.

Вы не знаете, что такое индекс S&P 500? Вы не знаете, как его купить? Мы это подробно обсудим в дальнейшем. Если хотите, посмотрите прямо сейчас Шаг 25. Я забежал вперед лишь для того, чтобы показать, что зарабатывать в среднем около 15 % годовых в рублях — это довольно реально.

Итак, индекс S&P 500. Вот график изменения его цены:



График 1.2. Изменение индекса S&P 500 за 25 лет: с конца 1993 по конец 2018 года

Здесь показано, как менялись значения индекса за 25 лет с конца 1993 года по конец 2018. Этот индекс тоже сильно колеблется. Но если смотреть на длинных интервалах, то видно, что он тоже довольно серьезно растет. За указанный период в 25 лет значение индекса выросло с 465 долларов до 2448 долларов, то есть в 5,26 раза. Это соответствует 6,87 % среднегодового роста. Кроме самого роста цены индекса инвестор в S&P 500 ежегодно получает еще и дивиденд. Он в разные годы был разным, но в среднем дивиденд составляет около 3 % годовых. То есть общую доходность от инвестиций в индекс (рост цены плюс выплаченный дивиденд) можно принять примерно за 10 % годовых. Действительно, более подробное изучение на периоде около ста лет показывает, что S&P 500 давал средний доход около 10 % годовых на длинных интервалах времени.

Таким образом, если мы все наши деньги, которые направляем на инвестиции:

- сначала переводим в доллары,
- потом покупаем на них индекс S&P 500,

то при условии, что и дальше дела пойдут примерно так же, как они шли раньше, мы получим примерно $5\% + 10\% = 15\%$ в год среднего рублевого роста наших инвестиций на длинных периодах в 15 лет и более.

Сразу надо заметить, что подходить к этим цифрам следует очень осторожно. Поэтому сделаю несколько важных замечаний.

Замечание 1. Предположение, что курс доллара к рублю будет в будущем расти темпом 5 % в год — это чисто мое предположение. Более того, большинство исследователей при оценке роста инвестиций вообще не учитывают рост одной валюты по отношению к другой. Если встать на эту точку зрения и считать, что рост курса доллара к рублю просто равен нулю, то мы получим рост инвестиций только 10 % годовых в среднем.

Замечание 2. Мы здесь говорили о так называемой номинальной доходности инвестиций. То есть, мы смотрели, как прирастают деньги, но не обращали внимания на то, как в это же время растут цены. А цены обычно растут. Причем в такие длинные периоды, которые мы рассматриваем, цены растут очень существенно. Для выяснения того, что будет происходить с нашими инвестициями с учетом будущего роста цен, нам надо будет изучить Шаг 10, а еще более подробно мы обсудим это в Главе 2. Пока же надо просто принять к сведению, что с учетом инфляции (роста цен) реальный прирост инвестиций с учетом покупательной способности вашего инвестиционного фонда при новых, выросших ценах, будет существенно меньше, чем номинальный рост, который мы здесь рассматривали. И 150 миллионов рублей через, скажем, 15 лет — это далеко не то же самое, что 150 миллионов рублей сегодня.

Замечание 3. Еще раз подчеркну, что мы рассмотрели только самую примитивную стратегию инвестирования: все в доллар, и на все купить индекс S&P 500. Я не советую пользоваться этой слишком простой стратегией в реальных инвестициях. Она приведена только для очень грубой оценки доходности инвестиций. Дальше вся эта книжка посвящена тому, как улучшить этот показатель и как сделать его более стабильным и надежным.

Замечание 4. Я приношу извинения, что забежал с этим пояснением вперед и стал рассказывать о вещах, для понимания которых надо пройти еще несколько шагов. А забежал я вперед

только для того, чтобы намекнуть: цифра доходности в 15 % годовых в рублях — это не рекламный трюк, а реально достижимое значение. Следовательно, рассуждения о том, что, откладывая и инвестируя 6 тысяч рублей в месяц, вы будете через 40 лет обладателем состояния в 150 миллионов рублей — это реальная возможность, а не фокус или обман.

Замечание 5. Надо четко понимать, что хорошая доходность будет не каждый год. Более того, в некоторые годы и даже, возможно, по несколько лет подряд у вас обязательно будут убытки, а не прибыль. Посмотрите еще раз на график курса доллара к рублю и график цены индекса S&P 500, чтобы осознать, как это было в прошлом. Так было раньше, так будет и в будущем. Причем, обратите внимание, не «могут быть убытки», а «обязательно будут убытки». Почувствуйте разницу! Сохранять спокойствие год или несколько лет подряд, видя постоянное снижение ваших накоплений, очень трудно психологически. Надо иметь железные нервы. Пожалуй, это качество и есть самое трудное в инвестировании. Для инвестиций не надо быть особо умным. Не надо быть слишком проницательным, достаточно простого житейского здравого смысла. Не надо даже обладать особыми знаниями. Но надо быть очень спокойным и терпеливым. Недаром говорят, что лучшая стратегия в инвестировании — купить ценные бумаги и забыть о них на долгие годы. Только как это сделать — забыть, когда ты вложил свои кровные?

Но наградой за ваше терпение будет то, что встретятся на вашем пути и совсем другие годы. Будут годы, а иногда и по несколько лет подряд, когда вы будете получать доход много больше, чем 15 %. Иногда вдвое больше! И это тоже обязательно будет у вас, если вы инвестируете надолго. А вот для тех, кто трусил и прекратил инвестирование раньше, испугавшись убытков, этих счастливых лет уже не будет. Они вышли из дела, не дождавшись результата.

Возможно, у вас уже давно возник вопрос: почему я так уверен, что на длинных интервалах в 15–20–30 лет все будет развиваться в будущем примерно так же, как было раньше? А вот

на этот вопрос я не смогу ответить кратко. На него отвечает вся эта книжка. Более того, мы поймем, что в будущем все пойдет даже немного иначе, чем шло в прошлом. Но изменения будут очень постепенными. Это все мы сможем понять, когда изучим еще многое, сделаем еще много шагов на пути от нуля до профи. Пока вам придется просто мне поверить.

Но загните палец. Вы не должны мне доверять (Правило № 1). Дочитаете до тех шагов, когда появятся эти объяснения, и тогда сами решите, устраивают ли они вас.

Шаг 6.

**ВЫ РЕШИЛИ НАЧАТЬ
СВОЙ БИЗНЕС.
И ВДРУГ В ДВЕРЬ
ПОСТУЧАЛИ...**

Вы, надеюсь, помните, что на Шаге 4 во втором приведенном там разговоре молодой и успешный специалист на вопрос, как же он собирается прожить в старости, ответил, что, возможно, он начнет собственный бизнес. Это довольно частое направление мыслей у молодых людей, когда они планируют свое будущее. Обычно инициативный молодой человек, желая построить свое достойное будущее, связывает это именно с открытием собственного дела.

И это прекрасно! Отлично, что человек хочет создать что-то новое!

Как правило, этот важный шаг начинается с подробного обдумывания того, как построить бизнес наилучшим образом. Люди составляют бизнес-планы, делают расчеты необходимого для старта капитала и расчеты дохода от бизнеса, ищут единомышленников и инвесторов, идут в банки для получения кредита, поскольку собственных средств обычно не хватает.

Но и риск велик. Ведь дело может и не пойти. Старт особенно трудным бывает. А ведь кредит нужно будет вернуть в любом случае. А собственные деньги, скопленные большим трудом, могут пропасть безвозвратно. Это очень грустно, если такое случится.

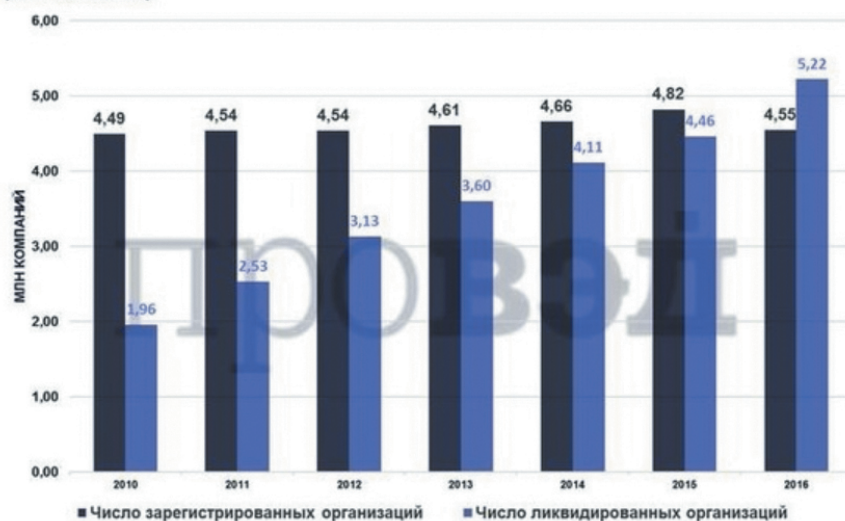
Сколько вновь открываемых бизнесов в нашей стране выживает? Вы не знаете? А Дмитрий Кравченко, председатель Президиума Ассоциации молодых предпринимателей России, знает.

Он говорит, что в первый год своего существования в нашей стране закрывается 90 % всех новых компаний. Это только в первый год! 90 %! Ну, и еще в последующие годы кто-то закрывает свой бизнес, правда?

А вот график, который тоже показывает, что создать новый бизнес совсем не просто, а потерять его гораздо легче.

ДИНАМИКА ЧИСЛА ЮРИДИЧЕСКИХ ЛИЦ В РОССИИ В 2010-2016 Г.

(МЛН КОМПАНИЙ)



ИСТОЧНИК: ФНС

График 1.3. Динамика числа юридических лиц в России в 2010–2016 гг.

Из работы Е. Красиной «Окупаемый бизнес?»

Смотрите, число вновь открываемых в России компаний в 2016 году впервые уменьшилось по сравнению с предыдущим, 2015 годом. До этого только росло, хотя и понемногу.

Зато число закрываемых компаний постоянно и стабильно увеличивается. И в 2016 впервые получилось так, что закрылось компаний больше, чем открылось.

Поэтому, искренне уважая такой выбор пути молодого человека, я бы все же напомнил, что существует еще и другой вариант.

Лучше всего представить себе этот другой вариант — вот таким образом:

Вы собрались начать собственное дело. И вдруг в вашу дверь постучали...

Вы открываете и видите Марка Цукерберга, создателя «Фейсбука»!

Он смущенно топчется на пороге и говорит вам: «Дорогой Петя, я узнал, что вы скопили некоторую сумму денег и собираетесь создать свое дело. Я знаю, что вы все рассчитали и, вроде бы, у вас все должно получиться. Но у меня есть к вам другое предложение. Вы знаете фирму Facebook? Уверяю вас, это очень хорошая фирма! У нас собрана классная команда, ребята просто горят на работе, и мы — дружный, сплоченный коллектив. У нас столько задумок по выпуску новых прекрасных программ и приложений! Мы собираемся заставить мир удивиться совершенно новым и очень полезным вещам, которые мы в скором времени запустим. И у нас есть одно отличие от задуманного вами, уверен, тоже хорошего бизнеса: мы уже существуем! Мы уже реально получаем прибыль! И вы можете в любой момент познакомиться с нашими финансовыми достижениями, уже вполне реальными, а не только еще планируемыми, как в случае с вашим собственным бизнесом. Короче, у нас к вам предложение: станьте совладельцем нашей компании! Станьте нашим хозяином. Поверьте, нам очень нужны ваши деньги для реализации наших идей. И мы просто мечтаем видеть вас в числе наших хозяев!»

Вы в растерянности обещаете подумать над этим интересным предложением. Ведь, действительно, вы никогда для себя не рассматривали такую альтернативу. Цукерберг жмет вам руку, раскланивается и уходит.

Но этот веселый вечер еще не закончился. Вслед за Цукербергом к вам заявляется Илон Маск и столь же горячо просит вас стать совладельцем его замечательного предприятия. Procter & Gamble, фармацевтический гигант Pfizer, крупнейшая в мире сеть быстрого питания McDonald's и многие другие лучшие мировые производители покорно стоят в длинной очереди в вашу квартиру.

Они все хотят, чтобы вы стали хозяином их фирм, им всем нужны ваши деньги для развития своего очень прибыльного бизнеса. Они призывают вас: «Раздели с нами наш успех, участвуй в наших результатах, получи нашу прибыль. Пожалуйста, стань членом нашей команды!»

Ну, вы уже поняли, да? Все это ведь реально так и есть. Когда вы покупаете акции какой-то фирмы, то вы становитесь ее собственником (наряду с другими акционерами). И неважно, много у вас акций или мало, вы так же, как и другие акционеры, горюете, когда дела у вашей компании пошли плохо, и так же радуетесь, когда дела идут хорошо. Хотя многие почему-то не осознают, что это реальный вариант, альтернатива собственному бизнесу.

Инвестиции! Существует путь Билла Гейтса, стартовавшего с нуля и создавшего фирму Microsoft. Но есть еще и путь Уоррена Баффета, с самого начала выбравшего инвестиции в качестве своего дела. Какой путь выбрать — это вам решать. Просто при принятии вашего решения надо держать в голове обе возможности. Подумайте об этом.

В обоих случаях надо уметь анализировать бизнес. Уже существующий или только еще вами планируемый. В любом случае надо пойти на риск и вложить деньги. Свои или заемные. Вот что говорит по поводу своих успехов Уоррен Баффет: «Я хороший инвестор, потому что я бизнесмен, и я хороший бизнесмен, потому что я инвестор».

У варианта «инвестиции, а не свой бизнес» есть еще несколько преимуществ кроме того, что уже состоявшийся бизнес вы можете подробно изучить, что в этом случае видны его реальные достижения и проблемы, а не только планируемые, как в случае, когда вы начинаете новое дело.

Есть еще несколько преимуществ у этого пути:

— Даже с небольшими средствами вы можете стать совладельцем не одной, а нескольких компаний. А это всегда более надежно. Если у одной фирмы дела не заладятся, то другие «вытянут» общий результат.

— В собственном бизнесе, если дела пошли неважно, вам очень трудно «выйти» из дела: обязательства перед поставщиками, банковские кредиты, оборудование, которое можно продать только за копейки, поскольку оно б/у, и множество подобных проблем. Вот и получается, что какой-нибудь «убитый бизнес» висит на ногах его хозяина, как гири. Он и прибыли толком не приносит, и не дает возможности его закрыть. В случае же владения акциями, если вы увидели, что бизнес не идет, то продать акции (выйти из дела) можно очень просто, в одну секунду. Конечно, это плохой вариант. Лучше не расставаться с «вашим» бизнесом. Но когда все плохо — это все же вариант.

— Создавая собственный бизнес, вы никогда не сможете замахнуться на такую, скажем, бизнес-идею, как создание ракет для коммерческих полетов вокруг Земли. У вас, скорее всего, просто денег не хватит. Также вы не сможете создать автомобильный завод или атомную электростанцию, завод по производству солнечных панелей и даже фабрику по производству современных лекарств. А купить акции этих компаний и таким образом стать их совладельцем вы можете.

Шаг 7. МАГИЯ СЛОЖНОГО ПРОЦЕНТА

На Шаге 4 тот поразительный рост сбережений, какой показан в Таблице 1.1, получился по двум причинам:

- инвестор каждый год регулярно вносит 72 тысячи рублей;
- каждый из ежегодных взносов прирастает за каждый следующий год на 15 %, причем проценты не снимаются.

Оба действия инвестора — регулярность взносов и оставление процентов на счете (точнее, реинвестирование процентов) — очень важны для получения таких прекрасных результатов, какие у нас были рассчитаны. Давайте обсудим сейчас более детально второе действие.

Поскольку проценты, которые набежали за очередной год, не сняты, то на следующий год проценты будут начисляться на всю сумму: и на исходную сумму, и на накопленные проценты предыдущего года. Еще через год опять проценты будут начислены, кроме основной суммы, еще и на всю сумму накопленных к этому моменту процентов. Таким образом, получается, что доля накопленных процентов нарастает лавинообразно.

Такое начисление процентов с ежегодным присоединением к основной сумме уже начисленных ранее процентов называется сложным процентом (Compound Interest). Как происходит рост по принципу сложного процента на больших интервалах, видно из таблицы 1.2.

Здесь годовой процент прироста взят равным 15 %, а исходная сумма — 1 (не важно, 1 рубль, или 1 тысяча рублей, или 1 тысяча долларов). Цифры в таблице показывают, во сколько раз вырастает

Таблица 1.2.

Рост с темпом 15 % годовых

Год	На начало	Прирост	На конец	Год	На начало	Прирост	На конец
1	1,00	0,15	1,15	26	32,92	4,94	37,86
2	1,15	0,17	1,32	27	37,86	5,68	43,54
3	1,32	0,20	1,52	28	43,54	6,53	50,07
4	1,52	0,23	1,75	29	50,07	7,51	57,58
5	1,75	0,26	2,01	30	57,58	8,64	66,21
6	2,01	0,30	2,31	31	66,21	9,93	76,14
7	2,31	0,35	2,66	32	76,14	11,42	87,57
8	2,66	0,40	3,06	33	87,57	13,13	100,70
9	3,06	0,46	3,52	34	100,70	15,10	115,80
10	3,52	0,53	4,05	35	115,80	17,37	133,18
11	4,05	0,61	4,65	36	133,18	19,98	153,15
12	4,65	0,70	5,35	37	153,15	22,97	176,12
13	5,35	0,80	6,15	38	176,12	26,42	202,54
14	6,15	0,92	7,08	39	202,54	30,38	232,92
15	7,08	1,06	8,14	40	232,92	34,94	267,86
16	8,14	1,22	9,36	41	267,86	40,18	308,04
17	9,36	1,40	10,76	42	308,04	46,21	354,25
18	10,76	1,61	12,38	43	354,25	53,14	407,39
19	12,38	1,86	14,23	44	407,39	61,11	468,50
20	14,23	2,13	16,37	45	468,50	70,27	538,77
21	16,37	2,45	18,82	46	538,77	80,82	619,58
22	18,82	2,82	21,64	47	619,58	92,94	712,52
23	21,64	3,25	24,89	48	712,52	106,88	819,40
24	24,89	3,73	28,63	49	819,40	122,91	942,31
25	28,63	4,29	32,92	50	942,31	141,35	1083,66

исходная сумма. Например, если вначале была вложена 1 тысяча рублей, то к концу 20-го года она превратится в 57 тысяч рублей, к концу 40-вого года — в 233 тысячи рублей, а к концу 50-го года — в 1 миллион 83 тысячи рублей. Так растет 1 тысяча! При этом в данной таблице никаких дополнительных взносов нет: инвестор внес только один раз исходную сумму в размере 1 (один) и просто наблюдает, как растет эта сумма с годами.

Выясняется, что через 50 лет инвестирования исходная сумма увеличится в 1086 раз. Только сам годовой прирост за последний год составляет сумму, в 141 раз превышающую исходные вложения. На начало пятидесятого года исходная сумма на счете инвестора составляла 942. Из них (не забываем) только 1 (единица) является собственно вложением, а 941 «наросло» процентов к этому времени. Годовой прирост этого года равен 141,35. Из этого прироста прирост на исходную сумму составляет только 0,15, а 141,2 — это процент, который «нарос» на уже накопленные ранее проценты.

Мы видим, что в результате сложного процента (который возникает потому, что проценты за прошлые годы никогда не снимаются инвестором, а прибавляются к исходному капиталу) на больших интервалах времени происходит лавинообразное нарастание общей суммы. На графике ниже показаны результаты, которые взяты из таблицы 1.2. Здесь наглядно видно, как происходит рост.



График 1.4. Рост инвестиций по годам, если не снимать накопленное

Вот мы и разгадали один из секретов инвестирования: если инвестировать надолго, то результаты будут нарастать с годами лавинообразно.

Сразу скажу: многие другие секреты инвестирования будут начинаться теми же словами «если инвестировать надолго».

Похоже, эти слова являются тем самым волшебным ключиком, который открывает тайные золотые пещеры.

Вот еще одна табличка:

Таблица 1.3.

**Таблица сложных процентов.
Рост инвестиций при разных процентах роста
и разных сроках инвестирования**

Годовой процент роста	Срок инвестирования			
	20 лет	30 лет	40 лет	50 лет
3 %	1,86	2,5	3,36	4,52
4 %	2,28	3,37	4,99	7,39
5 %	2,79	4,54	7,39	12,04
6 %	3,4	6,09	10,9	19,53
7 %	4,14	8,15	16,02	31,52
8 %	5,03	10,87	23,46	50,65
9 %	6,11	14,46	34,24	81,05
10 %	7,4	19,19	49,79	129,13
11 %	8,95	25,41	72,15	204,87
12 %	10,8	33,56	104,22	323,68
13 %	13,02	44,2	150,04	509,33
14 %	15,67	58,08	215,33	798,27
15 %	18,82	76,14	308,04	1 246,21
16 %	22,57	99,59	439,32	1 938,02
17 %	27,03	129,95	624,63	3 002,47
18 %	32,32	169,18	885,45	4 634,28
19 %	38,59	219,76	1 251,48	7 126,81
20 %	46,01	284,85	1 763,73	10 920,53
21 %	54,76	368,42	2 478,56	16 674,54
22 %	65,1	475,5	3 473,39	25 371,80
23 %	77,27	312,43	4 854,11	38 473,41
24 %	91,59	787,18	6 765,33	58 144,14
25 %	108,42	1 009,74	9 403,95	87 581,15

Эту табличку имеет смысл рассмотреть внимательно. Обращу ваше внимание на некоторые детали:

1. Розовым цветом выделен трехпроцентный годовой рост. Не слишком впечатляет, правда? Ждать 50 лет, чтобы инвестированные деньги увеличились в четыре с половиной раза — это не слишком вдохновляющий результат.
2. Рассмотрим две цифры, окрашенные голубым цветом. Чтобы исходная сумма увеличилась в 100 раз за 20 лет, вам нужно иметь практически недостижимый процент годового роста — 25 %. А если у вас в распоряжении 50 лет, то достаточно показывать совсем не трудные 10 % годовых. Мне скажут: «У кого это есть в запасе 50 лет?» Ответу: родители могут пятнадцатилетнему ребенку накопить на пенсию, если конвертируют 10 тысяч рублей в доллар и купят индекс S&P 500 на эту сумму. К моменту выхода ребенка на пенсию в 65 лет у него на счете можно ожидать более 12,5 миллионов рублей. Причем в эти 50 лет никто вообще ничего не делал, родители просто забыли о счете ребенка. Они лишь один раз внесли 10 тысяч рублей.
3. Рассмотрим три цифры, окрашенные желтым. На интервале 30 лет: чтобы ваша исходная сумма увеличилась в 1000 раз, надо иметь 25 % годовых среднего роста (нереально). А если у вас 40 лет в запасе, то для достижения того же результата (даже чуть лучшего) вам нужны более скромные 19 % годовых (трудно, но теоретически возможно). Если же у вас в запасе 50 лет, то и 15 % годового роста вполне достаточно. Вот почему я говорил, что главное в инвестировании — это ваш возраст.
4. Зеленым окрашена цифра 10 920,53. Во столько раз увеличится ваша сумма при росте 20 % годовых, если у вас есть в запасе 50 лет. 10 тысяч рублей ваших инвестиций для вашего ребенка, которому сейчас 10 лет, к его шестидесятилетию превратятся в 109 миллионов рублей, если будут расти в среднем на 20 % в год. Еще раз обращу ваше внимание, что мы сейчас рассматриваем только один разовый взнос. Безо всяких дополнительных вложений! С регулярными вложениями будет значительно больше.

5. Фиолетовым окрашены цифры, которые показывают, как существенно изменяется итог на длинных интервалах при изменении среднего роста лишь на один процент. Обратите внимание, какое поразительное увеличение итога при изменении среднего процента годового роста всего на единицу! Стоит, значит, биться за каждый дополнительный процент роста. Плохая новость состоит в том, что и достигается этот каждый дополнительный процент все труднее и труднее. Это мы с вами еще увидим в дальнейшем.

На какие же проценты среднегодового роста можно реально рассчитывать? Это важный вопрос, правда?

Тут многое зависит от вашего возраста (опять!) и от того, насколько вы готовы пережить риск снижения вашего капитала в отдельные годы. Многое также зависит от того, насколько вы разобрались в премудростях инвестирования, и, в частности, от того, до какого шага вы сумели дочитать эту книгу. И прочли ли вы еще несколько книг из тех, что рекомендованы в конце.

Но ориентировочные цифры можно назвать уже сейчас.

Если вы смотрите в долларах, то реально (учитывая, что ни вы, ни я — не гении инвестирования, и степень принятия на себя риска у нас с вами, допустим, средняя), то можно рассчитывать на диапазон от 6 % до 11 % годовых среднего роста на длинных интервалах в несколько десятков лет. Это в долларах. Посмотрите вновь на табличку. Прикиньте длительность вашего периода инвестирования, и вы поймете, на какой итоговый рост вы можете рассчитывать в долларах.

Мало? Тогда стоит задуматься о регулярном пополнении исходной суммы. Это существенно изменит результат в лучшую сторону. Посмотрите еще раз табличку на Шаге 4.

Если же смотреть в рублях, то, по крайней мере, на ближайшие 10–15 лет можно рассчитывать на диапазон от 9 % до 18 % годовых. В отдельные годы будут и просадки, когда сумма вашего фонда будет уменьшаться, и взлеты, когда доходность в каком-то году превысит ваши ожидания.

Шаг 8. **НАЛОГИ И СРОКИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ**

Раз уж мы заговорили о преимуществах долгосрочного инвестирования, стоит упомянуть и экономию на налогах. Когда вы покупаете акции на долгий срок, вы серьезно экономите на налогах. Рассмотрим это. Для этого мы опять обратимся к опыту Уоррена Баффета — самого успешного инвестора не только нашего времени, но и прошлых веков (мы и дальше часто будем заниматься изучением опыта и приемов инвестирования этого замечательного инвестора).

Вы, возможно, уже знаете, что Баффет стремится купить акции таких компаний, которые можно держать долго, десятилетиями. И чтобы при этом они постоянно приносили ему прибыль, причем все увеличивающуюся в размере прибыли. Когда он находит такие акции (как их найти — это тема нашей дальнейшей работы), то они дают ему кроме всех других преимуществ еще и возможность отсрочить на много лет уплату налога на прибыль. Это потрясающая возможность!

Все люди во всех странах платят налог с доходов (прибыли). Допустим, у вас было что-то, что вы купили в прошлом году за 1000 рублей. А в этом году вы продали это «что-то» за 2000 рублей. У вас образовался доход в 1000 рублей. С этого дохода вы должны уплатить подоходный налог, если вы физическое лицо. А если это сделала фирма, то она платит налог на прибыль с этой же одной тысячи рублей прибыли.

Все понятно, но: если это «что-то», что вы купили в прошлом году, еще не продано в этом году, то у вас нет дохода (или нет прибыли у предприятия, если этим «что-то» владеет предпри-

ятие), и налог вам платить пока не надо. Даже если рыночная цена этого «что-то» сегодня выше, чем год назад.

Такую ситуацию называют нереализованной прибылью. Прибыль вроде бы и есть потенциально, поскольку цена повысилась, но реальных денег владелец еще не получил, поскольку не продал «что-то». Поэтому и реальной прибыли у него нет. Кто знает, может быть, на следующий год цена на это «что-то» упадет до 500 рублей. Тогда получится, что вместо потенциальной прибыли у владельца будут потенциальные убытки. Вот почему государство (во всех странах) облагает налогом только реально полученную прибыль.

Вот когда вы продадите это «что-то», тогда и можно будет сказать, получились у вас прибыль или убыток. Тогда и возникнет необходимость уплатить налог, если прибыль будет (с убытками государство скромно оставит вас одного). Все логично, не так ли?

Этот принцип налогообложения относится ко всем объектам: недвижимости, промышленному оборудованию, драгоценностям и, разумеется, ценным бумагам: акциям и облигациям.

А теперь, внимание! Баффет держит купленные акции по возможности долго, десятилетиями. За это время у акций серьезно, иногда в десятки раз вырастает цена. Давайте посмотрим, как ситуация Баффета, который купил акции предприятия и держит их у себя, скажем, 20 лет, отличается от ситуации спекулянта, который, предположим, тоже получает ту же самую ежегодную прибыль, но при этом постоянно продает и покупает разные акции, в результате чего он платит налог с прибыли ежегодно.

Возьмем для примера, что у обоих соревнующихся доходность одинакова и составляет 23 % в год (реальная доходность инвестиций Баффета в первые десятилетия его инвестиционной деятельности), а налог тоже у обоих составляет 35 % от прибыли (реальные цифры для США). Предположим, что период равен 20 годам. Итак, и спекулянт, и Баффет — оба в течение 20 лет зарабатывают ежегодно 23 % годовых на свои инвестиции. Но спекулянт для этого постоянно продает и покупает акции, а Баффет купил акции компании, которые держит 20 лет и продает их только в конце этого периода. Что получится в результате?

Допустим, у обоих изначально имеется 1000 долларов. Спекулянт на свою 1000 инвестиций получит за первый год 230 долларов прибыли, из которой заплатит 80 долларов налогов (35 % от полученной прибыли). **На начало второго года у него будет $230 - 80 = 150$ долларов прибыли. А всего у него на начало второго года у него будет $1000 + 150 = 1150$ долларов.** Баффет тоже получил на свою 1000 долларов 230 долларов прибыли, но эта прибыль нереализованная. Баффет пока ничего не продал, поэтому пока не платит налог. **У него на начало второго года денег будет $1000 + 230 = 1230$ долларов.** Как ситуация с этим соревнованием будет развиваться дальше, можно увидеть из таблиц:

Таблица 1.4.

Результат инвестирования спекулянта

Годы	На начало года	Рост	Налог	На конец года
1	1 000,0	230,0	80,5	1 149,5
2	1 149,5	264,4	92,5	1 321,4
3	1 321,4	303,9	106,4	1 518,9
4	1 518,9	349,3	122,3	1 746,0
5	1 746,0	401,6	140,6	2 007,0
6	2 007,0	461,6	161,6	2 307,0
7	2 307,0	530,6	185,7	2 651,9
8	2 651,9	609,9	213,5	3 048,4
9	3 048,4	701,1	245,4	3 504,1
10	3 504,1	806,0	282,1	4 028,0
11	4 028,0	926,4	324,3	4 630,2
12	4 630,2	1 064,9	372,7	5 322,4
13	5 322,4	1 224,2	428,5	6 118,1
14	6 118,1	1 407,2	492,5	7 032,8
15	7 032,8	1 617,5	566,1	8 084,2
16	8 084,2	1 859,4	650,8	9 292,7
17	9 292,7	2 137,3	748,1	10 682,0
18	10 682,0	2 456,9	859,9	12 279,0
19	12 279,0	2 824,2	988,5	14 114,7
20	14 114,7	3 246,4	1 136,2	16 224,8
ИТОГ			8 198,0	16 224,8

Таблица 1.5.

Результат инвестирования Баффета

Годы	На начало года	Рост	Налог	На конец года
1	1 000,0	230,0	0,0	1 230,0
2	1 230,0	282,9	0,0	1 512,9
3	1 512,9	348,0	0,0	1 860,9
4	1 860,9	428,0	0,0	2 288,9
5	2 288,9	526,4	0,0	2 815,3
6	2 815,3	647,5	0,0	3 462,8
7	3 462,8	796,4	0,0	4 259,3
8	4 259,3	979,6	0,0	5 238,9
9	5 238,9	1 204,9	0,0	6 443,9
10	6 443,9	1 482,1	0,0	7 925,9
11	7 925,9	1 823,0	0,0	9 748,9
12	9 748,9	2 242,3	0,0	11 991,2
13	11 991,2	2 758,0	0,0	14 749,1
14	14 749,1	3 392,3	0,0	18 141,4
15	18 141,4	4 172,5	0,0	22 314,0
16	22 314,0	5 132,2	0,0	27 446,2
17	27 446,2	6 312,6	0,0	33 758,8
18	33 758,8	7 764,5	0,0	41 523,3
19	41 523,3	9 550,4	0,0	51 073,7
20	51 073,7	11 746,9	21 637	41 200
ИТОГ			21 600	41 200

Через 20 лет **Баффет** продаст свои акции и уплатит требуемые налоги по той же ставке 35 %. Стоимость акций у Баффета увеличилась очень значительно — с 1 тысячи до 62,8 тысяч (51,1 + 11,7). Поэтому и налоги с 61,8 тысяч дохода будут огромные. **Он уплатит 21,6 тысяч долларов налогов**, это в 2,6 раза больше, чем за все время выплатил спекулянт! Сколько же останется ему? Внимание: **более 41 тысячи долларов**. Его чистая прибыль позволила ему **увеличить свой капитал в 41 раз!!!**

А что же **спекулянт**? Он ведь в результате, хоть платил налоги ежегодно, уплатил в сумме за 20 лет **только 8 тысяч долла-**

ров налогов, в 2,6 раза меньше, чем Баффет. Сколько же у него осталось?

Внимание: **чуть больше 16 тысяч долларов. В 2,5 раза меньше, чем у Баффета!** Как же так? Мы же исходили из того, что оба они зарабатывали в год одинаковый процент на свои деньги?

Да, но **деньги спекулянта подвергались налоговому вычету ежегодно**. И каждый год у него оставалась все меньшая, по сравнению с Баффетом, сумма для последующего инвестирования. И хотя Баффет в конце игры выложил значительно большую сумму в качестве налога, ему и осталось существенно, в 2,5 раза больше.

Мы с вами раскрыли еще один секрет долгосрочного инвестирования: отсрочка с выплатой налога.

Получается, что **для разумного инвестора жизненно важно связать свою судьбу с акциями фирмы (или с каким-то другим инвестиционным инструментом), которые не надо будет часто продавать**, которые можно держать десятилетиями и получать нереализованный доход. И поэтому откладывать момент уплаты налога.

Можно даже зарабатывать чуть меньше ежегодно, но только чтобы не продавать однажды купленные акции.

Как же найти такую фирму, акции которой можно держать долго — и чтобы они постоянно приносили нам доход? Какие еще инвестиционные инструменты можно держать долго, не продавая, и получать таким образом нереализованную прибыль? **Это одна из главных забот разумного инвестора.** Это мы попробуем понять, двигаясь шаг за шагом по пути разумного инвестирования.

Шаг 9. **РОССИЯ, США И ВЕСЬ МИР**

Возможно, многих удивит, что в этой книге часто, почти все время, будут обсуждаться инвестиции на рынках США, а не России. Разве не проще и не естественней инвестировать в своей стране, где тебе все более знакомо и понятно, где ты знаешь, что такое, скажем, Газпром или Лукойл, Билайн или Роснефть?

Да, безусловно, нам проще работать на рынках России. Но инвестор руководствуется не простотой, а выгодой. Инвестиции не имеют отечества. Капитал сегодня приходит в любую страну, где появляется возможность с низким риском получить достойную прибыль, и также легко уходит из тех стран, где он подвергается высокому риску.

Мы хотим инвестировать разумно. Для этого нам надо будет изучить много информации по разным фирмам. В России доступ к информации о компаниях часто ограничен. Ведущие менеджеры крупных компаний в России не всегда склонны делиться с любым и каждым сведениями и бухгалтерскими данными о работе компании. Были случаи, когда, даже нарушая решения судов, инвесторам не предоставляли информацию о фирме, которую положено предоставлять по закону. В США многое в этом отношении обстоит по-другому. Вскоре мы убедимся, что практически любая информация о деятельности любой фирмы — бухгалтерские отчеты за ряд лет, планы на перспективу, мнение специалистов об успехах и проблемах компании, фактические данные о прибыли фирмы за многие годы и прогнозы аналитиков о росте или снижении ее прибыльности в будущем — все это находится от вас на расстоянии одного клика. Большей прозрачности в информации о деятель-

ности компаний мы не найдем даже для компаний стран Евросоюза, не говоря уже о латиноамериканских, азиатских или российских фирмах.

Другой момент, который затрудняет наш выбор именно российских компаний, связан с тем, что многие из ведущих российских компаний имеют контрольный пакет акций в руках государства. Соответственно, представители государства входят в советы директоров таких фирм и фактически определяют ключевые решения, которые принимает фирма по своей деятельности. А у государства есть много других целей, не связанных лишь с получением максимальной прибыли компаний. У государства есть, например, политические интересы за рубежом, в тех странах, где продается продукция российских компаний. И, скажем, ценовая политика Газпрома определяется иногда не соображениями бизнеса и максимальной прибыльности, а задачей отстаивания международных интересов России, как это понимает руководство страны.

Такое поведение вполне естественно, но нам, как потенциальным инвесторам, оно не очень подходит. Мы, решая вкладывать свои деньги в ту или иную фирму, думаем о прибыльности и успешности ее деятельности, и только о них. Поэтому можно сказать, что интересы частных инвесторов не полностью совпадают с интересами руководства государственных российских компаний. В США и многих других странах с развитой рыночной экономикой с этой проблемой мы не столкнемся. Все компании, с которыми нам предстоит иметь дело — частные, и ни о чем другом, кроме как об интересах своей фирмы, ее менеджеры не думают (ну разве что еще о своих собственных, личных интересах).

Третий момент: рынок США — самый большой фондовый рынок мира. На биржах США торгуются бумаги около 10 000 американских компаний (для сравнения: на российских торговых площадках торгуются акции около 250 фирм).

Далее, многие американские компании часто являются лидерами в своей области не только по объему выпускаемой продук-

ции, но и по оснащенности передовыми технологиями: Apple, Google, Facebook, Amazon или Microsoft у всех на слуху.

Не стоит также забывать и тот факт, что экономика Соединенных Штатов — крупнейшая экономика мира, ее объем в 2017 году составляет (по номинальному ВВП) около 25 % всей мировой экономики (доля России — 1,7 %). А доллар является основной валютой мировой торговли.

Тем не менее, в портфеле каждого инвестора должны быть ценные бумаги разных стран. Это необходимо для того, чтобы снизить риск в случае, если в той или иной стране что-то пойдет не так. В том числе «не так» вполне может пойти и в США.

Инвестор в своем выборе должен руководствоваться только фактами и соображениями разумности. И ничем другим. Тут стоит произнести слово, которое нам еще часто придется повторять: «диверсификация». Распределение. Проще говоря: не складывай все яйца в одну корзину. Поскольку будущее никому не известно, то имеет смысл распределить то, что у вас есть, по разным направлениям. По разным отраслям экономики, по фирмам разного размера и по разным странам. Так будет более надежно.

А вот изучать принципы и методы инвестирования имеет смысл на примере именно Соединенных Штатов. Самые хорошие книги по инвестированию и статьи по вопросам фондового рынка в большинстве своем — из США. Многие прекрасные компании, на примере которых лучше всего пояснить те или иные вопросы инвестирования — это компании США. Лучшие сайты по инвестированию — США. Наиболее выдающиеся инвесторы, на опыт которых стоит ориентироваться — в подавляющем большинстве из США.

Вот почему в этой книжке будет очень много про Америку и на примере Америки.

Шаг 10. ГЛАВНЫЙ ВРАГ ИНВЕСТОРА

Разумеется, у частного инвестора (у нас с вами) есть враги. И их надо знать в лицо.

Как вы думаете, кто или что является главным врагом частного инвестора?

Конкуренты?

Нет. У частного инвестора нет конкурентов. Если ваш сосед заработал на инвестициях больше вас, вы можете только порадоваться за него. Он не отобрал у вас долю вашего рынка. Вы с ним не конкуренты.

Брокеры и другие профессионалы рынка?

Нет. Они не конкурируют с нами, если мы занимаемся разумным долгосрочным инвестированием. Мы просто играем в разные игры. Мы еще обсудим это подробнее в дальнейшем.

Налоги?

Нет. Долгосрочные инвестиции позволяют хорошо зарабатывать благодаря задержке с выплатой налогов, мы это уже обсуждали на Шаге 8.

Неблагоприятная рыночная ситуация, кризисы и падения рынка?

Нет. Все эти неприятные, казалось бы, события открывают для инвестора потрясающие дополнительные возможности.

Именно на них часто дополнительно зарабатывает разумный инвестор. И мы научимся этому.

Самый главный враг инвестора — **инфляция**.

Инфляция, конечно, никому не приносит радости, но у инвестора ситуация особая. Дело в том, что инфляционным налогом (именно так часто называют инфляцию экономисты) обкладывается не только доход инвестора, как в случае, например, подоходного налога. Инфляционным налогом обкладывается также и сама сумма ваших исходных инвестиций. В результате легко может получиться, что инфляция «съест» даже больше, чем вам удалось прирастить.

Баффет приводил как-то такое сравнение. Представьте себе, что бизнесмену сказали, что полученную им прибыль будут обкладывать налогом по ставке 100 %. То есть, в налог будет уходить вся заработанная им прибыль. Или даже хуже того: налог будет составлять 120 % от прибыли. То есть, сколько бы он ни заработал, ему надо уплатить налог в еще большем размере, так что он всегда в результате будет в убытке. Казалось бы, нелепая ситуация. При таком налоге никто не будет заниматься бизнесом вообще.

Но именно это происходит с инвестором! Если вы заработали, скажем, 5 % на ваш капитал в прошлом году, а инфляция за этот год составила те же 5 %, то вы не заработали ничего. Все, что вам удалось прирастить, съела инфляция. Ваша формально на 5 % увеличившаяся сумма капитала в реальных выросших ценах означает ровно столько же, сколько у вас было в самом начале прошлого года. Реально вы не стали богаче ни на копейку! **Инфляционный налог съел весь ваш доход!**

А если в том же примере инфляция составит, скажем, 6 %, то инфляционный налог не только съел весь ваш доход, но и уменьшил реальную сумму вашего капитала. В результате вы в реальности, в условиях новых, более высоких цен, стали даже бедней, чем были в самом начале.

Что же делать? Бороться. Влиять на саму величину инфляции в стране мы не в состоянии. Это работа денежных и экономиче-

ских властей страны. Надо сказать, что в последнюю сотню лет власти всех стран справляются с этой работой не очень хорошо. Вот, например, какой была инфляция в России по данным Роскомстата:

Таблица 1.6.

Инфляция в России за 20 лет

Год	Инфляция	Накопленным
1998		1,0000
1999	36,60 %	1,3660
2000	20,10 %	1,6406
2001	18,80 %	1,9490
2002	15,80 %	2,2569
2003	11,99 %	2,5275
2004	11,74 %	2,8243
2005	10,91 %	3,1324
2006	9,00 %	3,4143
2007	11,87 %	3,8196
2008	13,28 %	4,3268
2009	8,80 %	4,7076
2010	8,78 %	5,1209
2011	6,10 %	5,4333
2012	6,58 %	5,7908
2013	6,45 %	6,1643
2014	11,36 %	6,8646
2015	12,91 %	7,7508
2016	5,38 %	8,1678
2017	2,52 %	8,3736
2018	4,26 %	8,7303
Средн.	11,44 %	

То есть в среднем инфляция составляла 11,44 % в год. Это означает, что то, что можно было купить в 1998 году на 1 рубль, в 2018 году стоит 8 рублей 73 копейки. Или, другими словами, 1 рубль 1998 года превратился в 11,5 копеек в 2018 году.

Мы с вами не можем влиять на инфляцию. Мы можем только поставить себе цель **зарабатывать на своих инвестициях**

больше инфляции. Реально ли это? Это трудно. Иногда — в некоторые годы — может и не получиться. В другие годы при разумном подходе получится. Короче, это постоянная война с переменным успехом, к сожалению. Но другого варианта у нас просто нет.

Важно отметить, что простой перевод наших сбережений в доллары не решит задачу борьбы с инфляцией. Мы ранее оценивали рублевую доходность от перевода сбережений в доллары примерно в 5–6 % годовых. А инфляция «съедает» наши сбережения в среднем по 11 % в год.

Но в этой войне с инфляцией у инвестора есть свое секретное оружие — акции. Акции представляют собой долю участия в деятельности фирмы. Фирма выпускает продукцию. Цена продукции фирмы в связи с инфляцией растет, как и цены на все другие продукты. Поэтому и прибыль фирмы растет, даже если выпуск продукции в натуральном выражении остается неизменным. Соответственно, растет и доход инвестора. Вот почему владение акциями частично защищает инвестора от инфляции.

Конечно, в реальности не все так просто. Некоторые компании просто не могут поднять цену на свою продукцию даже в условиях высокой инфляции, им мешает сильная конкуренция. Но существуют фирмы с долгосрочным конкурентным преимуществом, для которых поднятие цен на их продукцию в условиях инфляции не представляет труда. Приведу два примера в качестве намека на то, как выбирать фирмы такого рода.

Gillette — фирма с настолько сильным брендом, настолько контролирующая мировой рынок бритвенных приборов и принадлежностей, обладающая такой высокой репутацией в мире, что она может в периоды высокой инфляции поднимать цены, не опасаясь конкурентов. Тем более что повышение цен часто подается как смена моделей и внедрение новых достижений.

MasterCard — фирма, получающая доход в виде процента от продаж, оплаченных картами. Ей вообще не надо ничего повышать. Повысились цены на товары — увеличилась и сумма доходов компании MasterCard. Просто потому, что теперь тот же процент карточная система берет с возросших цен товаров.

Шаг 11. **РИСКОВАННО ЗАНИМАТЬСЯ ИНВЕСТИРОВАНИЕМ?**

Да, конечно, заниматься инвестированием рискованно.

Очень многие люди не хотят связываться с ценными бумагами и биржами, поскольку это кажется им очень рискованным. Верно, риск есть.

Но что такое риск и как к нему относиться?

Любой разумный инвестор ненавидит риск. И стремится свести его к минимуму. И им удастся! Баффет говорит: «Первое правило инвестора — никогда не теряйте деньги. Второе правило инвестора — почаще повторяйте первое правило».

Как научиться жить с риском? Как приручить риск и свести его к минимуму?

Само понятие риска, и как нам с ним разумно жить — эта тема требует отдельного и серьезного разговора. Я здесь только пунктиром намечу суть.

Нравится нам это или нет, мы живем в рискованном мире. Не только при покупке ценных бумаг, но и вообще в жизни мы окружены риском со всех сторон. Часто этот риск гораздо выше, чем при покупке ценных бумаг или каких-то других инвестициях. Например, в России гибнет в ДТП на дорогах более 19 тысяч человек ежегодно (это только смертельные случаи и только гибель прямо на месте происшествия, не считая пострадавших и умерших позже в больнице). Это население небольшого городка. Каждый год!

Отсюда следует, что, возможно, значительно более рискованно, чем инвестировать в ценные бумаги, просто садиться за руль автомобиля, просто переходить дорогу, да и просто выходить из дома. Но разве кто-то из нас делает на этом основании вывод, что не надо выходить из дома или не надо пользоваться автотранспортом?

Нет, мы делаем нечто совершенно другое. Мы учимся сами и учим своих детей осторожности и осмотрительности. Мы учимся не только проверять, что нам при переходе улицы горит зеленый сигнал светофора, но еще и стараемся убедиться, что все машины у перекрестка действительно затормозили (мало ли как себя поведет какой-нибудь «странный» водитель), мы смотрим также, нет ли еще и поворачивающих из-за угла автомобилей (они обязаны пропустить пешеходов, но бывает всякое). То есть мы — осмотрительные, осторожные, разумные пешеходы — выбираем не путь полного отказа от жизни в условиях риска (что просто невозможно), а вариант осмотрительного поведения, двойную и тройную проверку того, все ли хорошо, в ситуации повышенного риска. И если мы убедились, что все хорошо, то мы действуем, мы идем через дорогу.

Означает ли это, что такой осторожный пешеход никогда не попадет под машину? Нет, к сожалению. Но он сводит свой риск к минимуму. В процессе жизни и приобретения опыта каждый человек что-то добавляет или как-то чуть изменяет свои правила осторожного перехода дороги. И у каждого — в зависимости от темперамента и общего подхода к жизни — вырабатывается свой набор правил поведения.

Все то же самое происходит и с инвестициями. Не нужно бояться биржи и ценных бумаг, не нужно шарахаться от них. Но надо понимать, что это зона повышенного риска. Как и дорога.

И если у вас стоит задача заработать, то ваша следующая задача — научиться вести себя осторожно и осмотрительно в условиях риска. Если вы разумный человек, то вам следует выработать такие правила поведения, которые позволят вам снизить риск до приемлемого уровня. И при этом хорошо бы заработать по максимуму.

Возможно ли это? Да.

Два правила снижения риска инвестирования мы уже вскользь упоминали.

Правило 1. Инвестируй надолго. На Шаге 5 мы видели графики поведения двух рыночных показателей: курса рубля к доллару и индекса S&P 500. Оба они колебались: в некоторые годы росли, в другие — снижались. И на обоих графиках мы заметили, что если брать большие интервалы времени — 15, 20, 25 лет, — то оказывается, что на таких интервалах эти показатели ведут себя гораздо более «сдержанно», спокойно и предсказуемо. Они постоянно растут. Следовательно, если вам удастся «заснуть» лет на 15–20 и не наблюдать за поведением того, что вы купили, то, когда вы проснетесь через эти 15–20 лет, у вас не будет особых поводов для волнений, ваше приобретение даст вам прибыль. Большую или меньшую, но прибыль. Мы дальше еще не раз и гораздо более подробно и более обоснованно будем возвращаться к этому феномену. А пока стоит запомнить: если вы инвестируете в акции надолго, вы снижаете свой риск инвестирования.

Правило 2. Диверсифицируй. На Шаге 9 мы уже упоминали это слово. «Не складывай все яйца в одну корзину», — эта житейская мудрость играет гораздо большую роль в снижении риска, чем кажется поначалу. Дело здесь не только в том, что ценные бумаги или другие инвестиции, которые вы приобрели, будут вести себя по-разному — расти одни, дешеветь другие, — так что общий результат будет более стабильным, чем каждая из составляющих. Дело еще и в том, что в некоторых случаях умелое сочетание разных активов (вот еще одно незнакомое слово, которое мы обсудим позже) в вашем портфеле (опять!) позволяет вам и риск снизить, и доходность повысить.

Извините за употребление двух новых терминов без пояснения, мы обсудим их позже.

Есть еще правило, которое используют инвесторы. Уоррен Баффет говорит по этому поводу так: «Риск возникает, когда вы не знаете, что делаете». Он имеет в виду, что надо хорошо изучить компанию, акции которой вы покупаете. Если ее дела идут хорошо и видно, что и в будущем дела пойдут хорошо, то, как бы

ни колебалась цена акций этой компании на бирже, со временем она существенно вырастет. Мы в этой книге будем серьезно обсуждать этот принцип и то, как его практически применить.

Упомяну еще одно правило снижения риска. Постоянно добавляйте понемногу к своим инвестициям, инвестируйте по возможности постоянно (ежемесячно или ежегодно). Посмотрите еще раз на график цены индекса S&P 500, представленный на Шаге 5. Если вы купили этот индекс в 2000 году, то к 2013 году вы ничего не заработали: индекс колебался, и через 13 лет, в 2013 году, только вернулся к цене 2000 года (примерно на уровне 1500). Вам просто не повезло с датой покупки. Индекс тогда был на максимуме цены. Но если вы продолжали покупать индекс и в 2001, и в 2002, и в 2003, то средняя цена вашей комбинированной покупки будет составлять примерно 1150 (посмотрите на график еще раз). И это значит, что к 2013 году вы уже заработаете довольно серьезную прибыль $1500 - 1150 = 350$.

Все указанные способы снижения риска хорошо применять совместно. Тогда мы снизим риск еще больше, чем с каждым из них по отдельности.

А еще нам предстоит изучить не только методы снижения риска, но — сначала — способы его измерения. Все это нам еще предстоит.

В заключение мне хотелось бы только упомянуть, что в мире инвестиций, как и вообще в жизни, от риска никуда не спрятаться. Ведь даже если какой-то очень осторожный человек, опасаясь риска инвестиций, не будет покупать ценные бумаги, не внесет деньги на депозит в банк (банк ведь может разориться), а просто положит их «под матрас», то он подвергнет свои сбережения другому риску, риску инфляции (вспомните Шаг 10). Его деньги будут ежегодно терять в своей реальной покупательной стоимости. Так что без риска прожить в нашем мире нельзя. И часто поведение, которое кажется максимально осторожным, на деле несет даже больший риск, чем тот риск, от которого человек стремился себя уберечь. Не избегать риска, а рассчитывать его и снижать до минимума — вот путь разумного инвестора. Мы будем этим заниматься.

Выводы из первой главы

В конце каждой главы я буду прерывать нашу беседу, чтобы сформулировать главные, на мой взгляд, выводы, которые стоило бы сделать из очередной порции информации. И первую такую остановку следует сделать сейчас. Вот на что хочется обратить ваше внимание:

1. Инвестирование — это не прихоть, это не хобби, это насущная потребность каждого человека для своего выживания. Не инвестируя, человек обрекает себя на трудную старость, он часто не может дать хорошее образование детям, он может оказаться беззащитным при необходимости нести материальные расходы, вызванные болезнью. Даже те, кто сегодня, вроде бы, преуспевает, могут оказаться в трудной ситуации.
2. Жаль, если человек не овладел, скажем, игрой на музыкальных инструментах или не научился понимать и чувствовать живопись, но без финансовой грамотности человеку просто не выжить. Это немного другое, согласитесь. Представьте себе человека, который вышел на улицу большого города с оживленным движением, хотя до этого момента он жил только в лесу. Он не имеет никакого представления о правилах дорожного движения. Он испытает шок, правда? Он, возможно, выживет, но это будет скорее случайность. То же самое можно сказать о финансово безграмотном человеке, который ничего не понимает в инвестировании.

3. Наоборот, обладая даже простейшими знаниями в области финансов и инвестирования, человек в состоянии принципиально изменить свое будущее и будущее своих детей. Он сможет создать себе достойную, обеспеченную старость, он сможет дать детям приличное образование, он сможет более уверенно встретить еще не известные ему сегодня неприятности, которые, возможно (кто знает), поджидают его впереди.
4. Практически все люди в мире, которым удалось сохранить и приумножить свое значительное благосостояние, сделали это именно при помощи инвестирования. Кто-то инвестирует в недвижимость, и эта недвижимость кормит его в дальнейшем. Многие с нуля затеяли успешный бизнес, но со временем отошли от активных дел и превратились именно в инвесторов (Билл Гейтс является примером такого человека). Достигнув определенных финансовых успехов, человек в большинстве случаев превращается в инвестора. Похоже, человечество не нашло другого способа сохранить и приумножить капитал, кроме инвестиций. Почему бы нам с вами не пойти тем же путем?
5. Получить глубокие знания в инвестировании не просто. Но инвестирование обладает одним замечательным свойством: всегда можно остановиться, сделать перерыв. Не обязательно углублять свои знания до самого конца (которого, понятное дело, вообще не существует, всегда можно разобратся еще глубже). Стоит постоянно помнить, что инвестирование — это не забег. Здесь не стоит задачи стать обязательно победителем гонки. Пусть рекордсменами будут другие. Ничего страшного. Главное для вас — достичь своих личных инвестиционных целей.
6. Инвестирование имеет свои секреты, которые являются как бы ключиками к золотым тайникам. Вот названия некоторых таких ключиков: «Длинный срок инвестирования», «Магия сложного процента», «Диверсификация»,

«Постоянное пополнение инвестиционного портфеля», «Управление риском». От того, насколько вы усвоите эти основы инвестирования, (некоторые из этих основ пока только обозначены в первой главе), во многом зависят ваши будущие успехи.

Успехов вам в инвестировании!

Глава 2

ПЛАНИРУЙТЕ СВОЮ ЖИЗНЬ

Если хочешь видеть, как солнечный свет
играет на листьях,
у тебя должны быть чистые окна.

Лао Дзы

Шаг 12. СТАВЬТЕ ПРАВИЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

— Подскажите, пожалуйста, что мне купить, чтобы мои инвестиции прилично росли?

— И еще подскажите, как практически начать инвестировать: где открыть счет, какие действия надо предпринять, чтобы покупать и продавать?

Вот два типа вопросов, часто задаваемых людьми, которые еще вчера не знали об инвестировании ничего, а сегодня уже открыли для себя этот мир, но пока еще плохо в нем ориентируются и ожидают помощи опытного собеседника.

Оба вопроса неверны!

Однако именно этих вопросов так ждут от вас профессиональные брокеры и трейдеры, управляющие и консультанты. Именно на эти вопросы они вам подробно и с удовольствием ответят: иди к нам, мы все тебе объясним! Акции XXX или YYY вчера выросли на 5% за один день!!! Мы откроем тебе счет прямо сегодня и установим на твой компьютер торговую платформу. Ты сможешь торговать онлайн уже завтра! Ты будешь видеть посекундное изменение цен на любую ценную бумагу. Мы подскажем тебе, какие акции выросли на текущий момент больше всех! Ты будешь постоянно в курсе всех рекомендаций наших аналитиков, которые трудятся для того, чтобы ты заработал!

Все это ложь и обман. Вас тянут в болото спекуляции. По-честному следовало бы сказать: «**Вы неправильные вопросы задаете**».

Что ответит вам грамотный кулинар, если вы спросите его: «Какие продукты купить, чтобы сделать вкусное блюдо?»

Он, скорее всего, спросит вас, что вы вообще готовите.

Десерт или суп, рыбу или мясо? И если, допустим, мясо, то свинину, или баранину, или телятину? Затем ему надо разобраться, в каком виде вы предпочитаете мясо: тушеное, запеченное, жареное? Ведь от этого зависит, какую часть выбрать. Он еще задаст вам много дополнительных вопросов. И только тогда он сможет посоветовать несколько вкусных блюд, опять же — на ваш выбор и ваш кошелек. И уже только после всего этого он может вам посоветовать, какой отруб брать, какие приправы купить, что и как приготовить в качестве гарнира и какие соусы хороши в данном случае.

В процессе беседы с этим специалистом вы узнаете много таких вещей, о которых раньше, возможно, не задумывались: как раскрывается вкус мяса, какой гарнир хорош в том или ином случае, как сделать так, чтобы приправы не забивали вкус основного продукта, а оттеняли его, какое вино подходит в каком случае — и многое другое.

А если вы строите дом, то первым вопросом, который вы должны себе задать, будет совсем не вопрос о том, **какие инструменты и материалы купить**. Не это вас должно интересовать с самого начала.

Первым должен быть вопрос «Что я строю?».

Дом для постоянного проживания, дачу или сарай-мастерскую с топчаном для отдыха? Для какого климата? Хочу ли я быть максимально независим от снабжающих коммунальных организаций, или это для меня не важно? Желаю я свести к минимуму текущие эксплуатационные расходы, или мне надо свести к минимуму стоимость самого строительства, а текущие расходы могут быть и побольше? Предполагаю ли я в будущем увеличивать объем моего дома, или я строю один раз и навсегда, и никакое развитие мне не нужно? Насколько мне важны экологичность и безвредность дома для здоровья? Только ответив на эти вопросы можно постепенно переходить — нет, не к постройке дома — к построению сначала эскизного проекта, затем рабочего проекта со всеми коммуникациями и инженер-

ными системами, потом к составлению сметы затрат на строительство. И только потом можно начинать строить.

В процессе беседы со специалистом-архитектором вы (как и в случае с поваром) узнаете много новых и полезных вещей. Что такое пассивные дома? Как можно использовать геотермальную энергию для обогрева дома? Какие типы систем отопления существуют в мире — и КПД каждой из них. Какие типы несущих конструкций знает современная архитектура? Каковы теплоизоляционные свойства и экологичность различных материалов. И многое другое.

С инвестированием все точно так же. Когда вы начинаете думать об инвестировании, вашим первым вопросом должен быть вопрос: **что и для чего я делаю?** Для чего я собираюсь инвестировать? Каких целей я хочу достичь?

Этот вопрос, в свою очередь, стоит разбить на три вопроса:

1. На какой срок я инвестирую? На мой взгляд, если этот срок меньше 10–15 лет, то ваши действия вообще не стоит называть инвестированием. В зависимости от того, что вы собираетесь делать с вашими деньгами, ваши действия можно в этом случае назвать накоплением, или спекуляцией, или еще чем-то другим. Но не инвестированием. Инвестирование, как это понимаю не только я, но и многие другие люди, которые этим реально и успешно занимаются, это последовательная реализация определенного подхода на протяжении длительного срока.

Почему минимум составляет именно 10–15 лет? Дело в том, что в результате исследований выяснено: примерно за такой срок начинают проявляться глубинные тенденции рынка, которые позволяют хорошо и стабильно зарабатывать инвесторам. А вот случайные колебания рыночных цен, которые основаны на психологии продавцов и покупателей, на их страхах и жадности, вот эти случайные колебания, наоборот, на таких длительных интервалах времени перестают играть существенную роль.

2. Каких целей я хочу достичь с помощью инвестирования? На этот вопрос надо ответить максимально конкретно: профинансировать образование ребенка в сумме 175 тысяч рублей в год в период с XXXX года до YYYY года. Или/и: обеспечить себя пенсией в размере 40 тысяч рублей в месяц в период с января XXXX года до декабря YYYY года.
3. Надо определить свое отношение к риску. До какой величины (обычно в процентах) снижение суммы вашего капитала в результате случайных рыночных колебаний не лишит вас сна? Надо сказать, что, хотя многие теоретически понимают, что рынок колеблется постоянно и что он, тем не менее, все время восстанавливается после падений и продолжает расти (по крайней мере, с самого начала истории фондового рынка и до настоящего времени так было всегда), но, когда человек (особенно — новичок) осознает, что он реально на сегодняшний день лишился, скажем, 20 % своего капитала, вряд ли он останется спокойным. Конечно, со временем, когда вы переживете такие падения и восстановления, когда это уже происходило с вами многократно, когда вы знаете, что не только ничего страшного не случилось, но вы даже умеете извлекать дополнительную прибыль из таких падений рынка, тогда вы уже будете гораздо более спокойно относиться к временным падениям вашего инвестиционного фонда. Но поначалу эти падения психологически очень сложно пережить. Известно, что люди по своему психологическому складу очень отличаются друг от друга. В том числе и психологическая переносимость риска у людей разная. Для того чтобы создать себе стратегию, которая хорошо будет согласована с вашей личной психологией, с вашей устойчивостью или неустойчивостью по отношению к риску, надо сначала разобраться, какова ваша личность, как вы переносите риск.

Вот именно этими тремя вопросами, с которых и надо начинать ваш путь к грамотному инвестированию, мы сейчас займемся.

Шаг 13. **СРОКИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ**

Итак, вопрос первый: на какой срок вы собираетесь инвестировать? На какой срок вам надо составлять свой инвестиционный план?

Иногда в литературе предлагается такой простой ответ на этот вопрос: вычтите из ста лет ваш возраст. Это и будет тот срок (в годах) на который вам надо инвестировать. А значит и составлять инвестиционные планы надо на этот срок. Например, вам сейчас 44 года. Значит, вам надо рассчитать свои инвестиции на срок 56 лет. Почему именно так надо поступать? Дело в том, что надо рассчитать, чтобы ваших средств вам хватило на всю жизнь. Срок своей жизни никто не знает. Поэтому разумно исходить из предположения, что вы проживете 100 лет. Если вы умрете раньше, то у вас просто останется наследство. Прожить более ста лет можно, конечно, но довольно маловероятно. Поэтому расчет своих инвестиционных планов до ста лет с хорошей вероятностью покрывает срок вашей жизни, а значит — также включит в себя и все события, которые могут или должны произойти и на которые вы должны рассчитать свое финансовое обеспечение.

А каков минимальный срок инвестиций? Мы уже обсуждали, что не менее 10–15 лет. Почему именно этот срок? Тут два ответа.

Первый ответ связан с тем, что в семье должны существовать три вида денег.

Один литературный персонаж — господин Журден — очень удивился, узнав, что он всю жизнь говорил прозой.

Точно так же некоторые не подозревают, что они всю жизнь раскладывают заработанные деньги на три части, на три кучки,

на три направления использования. Правда, бывает так, что в одной или двух из них просто нет ничего, что само по себе не очень хорошо.

Первая часть заработанных вами денег — это то, что вы будете использовать в течение текущего месяца на жизнь, эти деньги вы потратите до следующей зарплаты. Текущие затраты: оплата за квартиру, еда, лекарства, расходы на детей и тому подобные ежемесячные расходы. Очень хорошо, если у вас дома ведется книга доходов-расходов, которая поможет вам понять, где можно сэкономить на текущих расходах.

Вторые деньги — это то, что человек (семья) откладывает на покупки капитального характера: на новый телевизор, на машину, на поездку в отпуск. Эти деньги копятся в течение более длительного времени, от нескольких месяцев до нескольких лет. Иногда у семьи нет возможности накапливать на долговременные покупки. Это грустно, но терпимо. В конце концов, можно прожить без телевизора и без поездки в отпуск.

Третьи деньги — это то, что человек откладывает на черный день, на старость, на образование детей. Это «длинные деньги». Если черный день не наступит — дай бог, чтоб именно так и случилось, — эти деньги будут наследоваться вашими детьми и/или внуками. Но иногда этот черный день наступает. К сожалению. Причем чем человек старше, тем более вероятно наступление чего-то, что потребует потратить именно эти длинные деньги: с возрастом человек, как правило, не становится крепче здоровьем, да и возможности заработать у него уменьшаются.

Вот эти третьи деньги нужно сохранять и приумножать на долговременной основе. Именно они являются инвестициями.

Итак, инвестиционные деньги потому длинные, что они предназначены на долговременные цели. Просто все то, что к этим долговременным целям не относится, мы не будем называть инвестиционными целями.

Сказанное совсем не означает, что к другим деньгам — текущим затратам или к накоплениям на покупки капитального характера — надо относиться невнимательно. Конечно нет.

Для текущих затрат существует бюджетирование (планирование доходов и расходов), которое позволяет дисциплинированно совершать траты и экономить. Накопления на предметы капитального характера — это накопления, которые должны осуществляться вами тоже по плану. Но тут нет особой науки, просто откладывайте запланированную сумму ежемесячно.

А вот третья часть, которая предназначена на долгий срок, и является как раз объектом нашего рассмотрения и исследования. Как ее сохранить и приумножить? Как обеспечить наши потребности на всю долгую жизнь? Вот эти вопросы мы и будем изучать. Именно эти деньги вы копите на интервалах времени в 10-15 лет или больше.

Важно отметить, что ни при каких обстоятельствах не следует смешивать эти три вида денег. Получили зарплату — разложите ее на три части и никогда не путайте их между собой. Иногда выясняется, что ваш первоначальный план деления доходов на три основных направления не выдерживает столкновения с жизнью. Он трещит по всем швам. Что ж, надо спокойно сесть и пересмотреть план. А потом опять его выполнять.

Например, в **разговоре 1**, приведенном на Шаге 4, инвестор выделял на инвестиции по 6 тысяч рублей в месяц (72 тысячи в год) при доходе семьи 40 тысяч рублей в месяц (480 тысяч рублей в год). Он должен составлять инвестиционный план именно для этой суммы — 72 тысячи рублей в год. Он не рассматривает 480 тысяч рублей всех годовых доходов семьи как объект инвестиций. Но при этом он не будет в своем инвестиционном плане учитывать ни коммунальные расходы на свою квартиру, ни покупку телевизора для семьи. Это расходы покрываются из других источников, из первой и второй части доходов.

Предметом этой книги являются только третья — инвестиционная — часть доходов и долговременные же расходы. Поэтому план, который мы будем составлять, называется **личным инвестиционным планом**. А план, который включает все доходы и расходы, обычно называют финансовым планом. Так вот, мы не будем рассматривать финансовый план семьи.

Есть и еще одна причина, почему период в 10–15 лет является тем минимальным периодом, на который мы будем планировать. Она связана не с доходами и расходами семьи, а **с поведением тех инструментов, которые позволят нам сберечь и накапливать**. Дело в том (и мы уже слегка касались этого), что рынок на интервалах в 10–15 лет начинает проявлять особые свойства. Рынок начинает вести себя довольно последовательно и более регулярно. Это позволяет инвестирующему на длинный срок человеку чувствовать себя более спокойно в отношении своих доходов. Вообще-то вопрос о поведении инструментов рынка — это тема третьей главы, но раз мы уже коснулись этого интересного вопроса, то я позволю себе маленькое отступление. Я выделил это отступление курсивом. Кто не хочет отвлекаться, может его пропустить без ущерба для основной темы нашего обсуждения.

Дело в том, что на длинных горизонтах в 10–15 и более лет поведение рынка становится закономерным, а инвестиции гораздо менее рискованными, чем на коротких сроках. Я хотел бы показать это на реальных данных по изменению цен акций различных компаний.

Возьмем для примера компанию «Джонсон и Джонсон» (Jonson&Jonson — **JNJ**). Это известная компания, которая разрабатывает, производит и продает различные медицинские товары и товары личной гигиены по всему миру. Наиболее известные ее бренды: Baby Oil, Colgate, Listerine, Band-Aid. Но есть и множество других брендов. Кроме того, она производит медицинское оборудование. Это большая компания. Ее стоимость — более 380 миллиардов долларов. На бирже ее акции котируются под символом (тикером — ticker) JNJ. Давайте рассмотрим, как менялась цена акций JNJ за последние 45 лет. Для этого откроем сайт finance.yahoo.com и в строку поиска

YAHOO!
FINANCE

Search for news, symbols or companies

Search

введем символ **JNJ**. Мы увидим страницу с графиком изменения цены со временем. Если выбрать над графиком **Max** (что означает: «на максимальный период времени»), то мы увидим график, показывающий, как менялась цена акции компании с 1970 года до настоящего времени:



График 2.1. Изменение цены акции Jonson&Jonson с 1970 года

Как мы видим, цена акций в некоторые годы снижалась, в некоторые — повышалась, но в целом цена росла. Мы хотим понять, верно ли, что на интервалах в 15 лет цена стабильно росла, а не падала. Чтобы оценить эти изменения, давайте составим таблицу. Допустим, инвестор купил акции 1 января 1970 года и продал через 15 лет, 1 января 1985 года. Заработал ли он? Далее, допустим, другой инвестор (или тот же самый) купил акции через 5 лет после первого — 1 января 1975 года, а продал тоже через 15 лет — 1 января 1990 года. Как у него дела? Третий инвестор (а может быть, это все тот же упорный человек) купил акции этой компании еще через 5 лет, 1 января 1980 года, а продал тоже через 15 лет — 1 января 1995 года. И так далее. Всего у нас получится 7 вариантов покупок и продаж. И мы сможем, вероятно, заметить некоторую закономерность. В таблицу 2.1. сведены все полученные данные.

Смотрим и видим: хотя в некоторые годы цена акций снижалась (например, за 5 лет с января 1975 по январь 1980 года цена снизилась с 1,89 до 1,43, а также с января 2005 по январь 2010 года цена снизилась с 67,16 до 65,20), но, в какой бы год мы ни купили акцию, **через 15 лет у нас во всех случаях получился существенный рост цены**. Рост происходил ВСЕГДА, во всех семи случаях. Иногда рост был относительно небольшим — в 2,5 раза за 15 лет (см. колонку «Рост»), иногда огромным — в 13,4 раза, но всегда мы видим только рост за пятнадцать лет.

Таблица 2.1.

Изменения цены акций JNJ за 15 лет

Ticker	Начало		Конец		Рост	Средний рост
	Дата	Значение цены акции	Дата	Значение цены акции	(во сколько раз выросла)	за 15 лет (раз)
JNJ	01 jan 1970	1,07	01 jan 1985	2,63	2,5	
	01 jan 1975	1,89	01 jan 1990	7,02	3,7	
	01 jan 1980	1,43	01 jan 1995	14,88	10,4	
	01 jan 1985	2,63	01 jan 2000	35,13	13,4	
	01 jan 1990	7,02	01 jan 2005	67,16	9,6	
	01 jan 1995	14,88	01 jan 2010	65,20	4,4	
	01 jan 2000	35,13	01 jan 2015	100,60	2,9	6,7

Может быть, это просто особенная компания такая?

Давайте возьмем другую. Например, The Kroger Co (**KR**). В Yahoo информация о цене ее акций дается только с 1980 года. В таблицу 2.2. сведены данные по цене акций этой фирмы за пять 15-летних периодов.

Видим аналогичную картину. Хотя на некоторых более коротких периодах есть снижение цены (например, с 1985 по 1990 годы и с 2000 по 2005 годы), но за все периоды длительностью в 15 лет, которые мы проверили, цена только росла. Иногда только в 3,3 раза за 15 лет выросла, иногда в 5,1 раза, но во всех случаях росла.

Возьмем еще фирму. Equifax (**EFX**). Информация о ее цене тоже только с 1980 года. Причем только с марта. Хорошо. Возьмем серии по 15 лет с 1 марта по 1 марта. В таблице 2.3. представлены результаты за пять 15-летних периодов.

Таблица 2.2.

Изменения цены акций KR за 15 лет

Ticker	Начало		Конец		Рост	Средний рост за 15 лет
	Дата	Значение цены акции	Дата	Значение цены акции	(во сколько раз выросло)	
KR	01 jan 1980	0,96	01 jan 1995	3,30	3,4	
	01 jan 1985	2,49	01 jan 2000	8,78	3,5	
	01 jan 1990	1,58	01 jan 2005	8,05	5,1	
	01 jan 1995	3,30	01 jan 2010	10,83	3,3	
	01 jan 2000	8,78	01 jan 2015	38,33	4,4	3,9

Таблица 2.3.

Изменения цены акций EFX за 15 лет

Ticker	Начало		Конец		Рост	Средний рост за 15 лет
	Дата	Значение цены акции	Дата	Значение цены акции	(во сколько раз выросло)	
EFX	01 mar 1980	0,89	01 mar 1995	15,69	17,6	
	01 mar 1985	3,81	01 mar 2000	27,69	7,3	
	01 mar 1990	10,06	01 mar 2005	34,69	3,4	
	01 mar 1995	15,69	01 mar 2010	30,25	1,9	
	01 mar 2000	27,69	01 mar 2015	100,33	3,6	6,8

Опять рост на всех 15-летних периодах.

Тогда давайте сделаем вот что. Поступим по-другому. Возьмем индекс S&P 500. Он показывает суммарную цену 500 крупнейших компаний США (немного неточно сформулировал, но для начала, для общего понимания — нормально). На рынке существуют такие специальные фонды (мы позже обсудим их подробнее), которые копируют этот индекс. Поэтому, покупая акции этих фондов, можно сказать, что мы покупаем весь индекс: мы при этом как бы покупаем акции сразу всех 500 крупнейших фирм США. Посмотрим, что будет, если мы покупаем этот индекс на 15 лет, тоже начиная в разные годы. Для этого индекса Yahoo дает нам график начиная аж с 1955 года. Так что мы сможем собрать информацию по 10 точкам покупки. Вот таблица:

Таблица 2.4.

Изменения цены индекса S&P 500 за 15 лет

Ticker	Начало		Конец		Рост (во сколько раз выросло)	Средний рост за 15 лет
	Дата	Значение	Дата	Значение		
S&P 500	01 jan 1955	36,58	01 jan 1970	89,63	2,5	
	01 jan 1960	53,34	01 jan 1975	83,36	1,6	
	01 jan 1965	86,16	01 jan 1980	102,09	1,2	
	01 jan 1970	89,63	01 jan 1985	180,66	2,0	
	01 jan 1975	83,36	01 jan 1990	339,94	4,1	
	01 jan 1980	102,09	01 jan 1995	500,71	4,9	
	01 jan 1985	180,66	01 jan 2000	1498,58	8,3	
	01 jan 1990	339,94	01 jan 2005	1180,59	3,5	
	01 jan 1995	500,71	01 jan 2010	1169,43	2,3	
	01 jan 2000	1498,58	01 jan 2015	2067,89	1,4	3,2

Тот же результат. За 15 лет всегда видим только рост. Хотя за пятилетние периоды с 1970 до 1975 и с 2005 по 2010 было снижение. Но при этом **за пятнадцатилетние периоды снижения не было ни разу.**

Означает ли это, что так будет всегда? Что за 15 лет всегда наблюдается только рост? Это очень важный вопрос, правда? Если ответ «да», то вы можете особо не думать. Купить какую-нибудь акцию наугад и забыть о ней на 15 лет.

Тут самое время вспомнить **Правило № 1** для частного инвестора (см. Шаг 3): «Не верьте никому». Проверяйте сами! Откройте finance.yahoo.com, возьмите любую компанию и проверьте. Сделайте так 20, 30, 40 раз с разными компаниями. Всегда ли вы получите рост на интервалах времени в 15 лет?

Но вернемся к основной теме нашего обсуждения. Мы выясняли, какие времена годятся для инвестирования. На этот вопрос у нас есть ответ. Не менее 10-15 лет. А вообще-то надо составлять свой личный инвестиционный план на столько лет, сколько вам осталось до ста.

Шаг 14. ВАШИ ЦЕЛИ, И КАК ИХ ДОСТИЧЬ?

Второй вопрос, может быть, самый важный, который нужно прояснить с самого начала, еще до начала инвестирования, это **вопрос о целях инвестирования**. Причем цели эти надо сформулировать совершенно определенно, в цифрах и сроках.

Например:

— Я хочу обеспечить моему сыну финансовую поддержку обучения в хорошем университете в течение 6 лет, что потребует затрат по 800 тысяч рублей за каждый год обучения.

— Кроме того, я хочу выйти на пенсию в возрасте 65 лет. Я не рассчитываю на государственную пенсию, а хочу обеспечить себя пенсией сам, причем на уровне не менее 50 тысяч рублей в месяц на срок с 65 до 100 лет.

— Кроме того, я хочу иметь в качестве неприкосновенного запаса на случай непредвиденных проблем сумму 4 миллиона рублей до конца моей жизни.

— На случай временной потери работы или других кратковременных финансовых проблем я хочу иметь всегда под рукой «подушку безопасности» в размере 600 тысяч рублей.

Конечно, у каждого человека в каждом конкретном случае будут свои особенности и нюансы.

Первая мысль, которая возникает у реалистично настроенного читателя — мечтать не вредно! Как говорилось в одном анекдоте: «Съесть-то он съест, да кто ж ему даст». Это верно. Надо приводить как-то свои мечты в соответствие с реальностью. Делается это с помощью составления **личного инвестиционного плана**.

Как составить свой инвестиционный план? Давайте, на примере.

Допустим, Иван Иванович Иванов, 35 лет, имеет жену Марию, тоже 35 лет, и сына 9 лет.

На данный момент финансовое состояние семьи таково: кроме квартиры, в которой живет семья (такое имущество, которое используется для жизни, мы не будем учитывать в составе инвестиционных ресурсов семьи, жить где-то надо в любом случае), у них имеется еще одна квартира, которая досталась им по наследству и которую они сдают в аренду, получая чистыми в месяц 17 тысяч рублей дохода от этой аренды. Сегодняшняя цена этой квартиры примерно 3 миллиона рублей. Кроме того, у семьи имеется 600 тысяч рублей накоплений, размещенных на депозите в Сбербанке. Таким образом, вместе с квартирой инвестиционный ресурс семьи Ивановых на данный момент составляет 3,6 миллиона рублей.

Оба супруга работают. Зарплата Ивана — 45 тысяч рублей в месяц, его супруги Марии — 33 тысячи рублей. С учетом дохода от сданной в аренду квартиры (17 тысяч в месяц), общий месячный доход семьи составляет 95 тысяч рублей.

А суммарные месячные затраты семьи составляют 80 тысяч рублей в месяц. Дело в том, что в семье действует **железное правило: получив свои месячные доходы, они первым делом откладывают 15 тысяч на инвестиции**, а уже остальное тратят. Из-за этого правила затраты семьи, хочешь — не хочешь, не могут превысить 80 тысяч рублей.

Я считаю, что семья Ивановых в этом отношении просто молодцы! Я уверен, что они на правильном пути, и они будут благополучны в старости.

Вообще, только две вещи определяют, на мой взгляд, финансовое благополучие человека в долговременной перспективе, в старости и в случае непредвиденных жизненных проблем: 1) «правило семьи Ивановых»; 2) как можно более раннее начало применения этого правила. Все остальное — технические вопросы и умение инвестировать, которому нетрудно обучиться. Даже уровень заработка не играет решающей роли.

Ивана заботит решение двух основных вопросов:

— Через 9 лет сын окончит школу, и ему надо будет поступать в университет. Учеба в университете требует затрат. Иван считает, что ему потребуется 800 тысяч рублей ежегодно в течение 6 лет, чтобы обеспечить сыну хорошее образование (с учетом жилья, питания и карманных трат). **Хватит ли у семьи денег на оплату обучения сына в университете?**— это первый вопрос, который заботит Ивана.

— Когда Иван с Марией выйдут на пенсию, то на государственную пенсию они, скорее всего, не смогут прожить, по их мнению. Они считают, что по 50 тысяч на каждого, всего 100 тысяч дополнительной пенсии в месяц, им бы хватило. **Хватит ли им своих накоплений, чтобы достойно жить в старости до самой смерти?**

Для решения этих вопросов надо строить **личный инвестиционный план**.

Но перед составлением плана нам с вами надо обсудить два технических вопроса.

1. Надо договориться, что и как считать. Те 80 тысяч, которые семья Ивановых ежемесячно тратит на текущую жизнь, надо отбросить. Они не влияют на будущее финансовое благополучие семьи. С другой стороны, мы не будем учитывать и текущие расходы семьи. Мы считаем, что семья живет на 80 тысяч. Нас интересуют только оставшиеся 15 тысяч, которые семья сберегает ежемесячно на инвестиционные цели. Также нас интересуют те 3,6 миллиона рублей инвестиций, которые Ивановы накопили к данному моменту. Именно эти цифры мы заложим в инвестиционный план семьи.
2. Как учесть инфляцию? При планировании на много лет вперед нельзя не учитывать инфляцию. Даже на сравнительно коротком, десятилетнем периоде инфляция в России оставляет от каждого рубля лишь от 14 до 50 копеек в разные периоды, если считать реальную покупательную способность (вычислено по данным Росстата). Поэ-

тому, когда мы строим планы на далекую перспективу, мы просто обязаны инфляцию учесть. С другой стороны, надо учесть, что в связи с инфляцией зарплаты и другие доходы семьи (доход от сдачи квартиры в аренду) тоже постоянно растут. Поэтому инфляцию в наших планах можно учитывать двумя способами:

— Либо пытаться спрогнозировать, какими будут и доходы, и затраты в будущем с учетом инфляции. Например, сегодня на год обучения в университете надо потратить 800 тысяч рублей (с учетом жилья и питания). Через 9 лет, когда сын Иванова пойдет в университет, годовое обучение будет, скажем, в полтора раза дороже — 1 миллион 200 тысяч рублей. И так все цифры надо спрогнозировать на будущее. Не только затраты, но и доходы семьи надо будет в каждый будущий год менять с учетом того, как изменятся и цены, и зарплаты в каждый конкретный год. Также, например, изменится и арендная плата за квартиру, которую сдают в аренду Ивановы. Все это получается очень сложно и очень неточно. Как, например, оценить, какие цены будут через 20 или 40 лет?

— Либо другой вариант: можно считать все в «сегодняшних рублях». Тогда 1,2 миллиона рублей, которые потребуются для годового обучения сына через девять лет, в «сегодняшних рублях» будут теми же самыми 800 тысячами рублей, если смотреть на дело с точки зрения сегодняшних цен. Но и зарплату, и аренду квартиры мы тоже будем считать в этом случае сегодняшними, неизменными. Все считаем не в будущих (возросших), а в сегодняшних (постоянных) ценах. То есть мы предполагаем, что инфляция просто изменит масштаб всех цен и всех оплат пропорционально. Поэтому и пенсионные выплаты самим себе через, скажем, 30 лет Ивановым потребуются те же, что они запланировали сейчас: в сегодняшних ценах — это 100 тысяч рублей в месяц на двоих. Хотя в номинальных ценах, которые будут через 30 лет, это, возможно, будет 350 тысяч рублей или

какая-то другая сумма. Но купить через 30 лет на эти 350 тысяч рублей можно будет ровно столько же, сколько сейчас на 100 тысяч.

Такая процедура называется приведением затрат и результатов к текущему моменту времени. Именно этот вариант мы и выберем для расчета.

После этих предварительных уточнений мы приступаем к построению инвестиционного плана семьи Ивановых на срок до 100 лет их потенциальной жизни.

Итак, первый источник пополнения инвестиционного капитала Ивановых — это ежемесячные вложения 15 тысяч рублей, то есть 180 тысяч в год. Другой источник пополнения инвестиционного капитала — это рост самого капитала за счет его инвестиционного прироста.

В конечном счете, все ухищрения, которые предпримет семья, чтобы увеличить отдачу от своих инвестированных средств, вся их инвестиционная активность, все знания, которые у них есть по вопросу грамотного инвестирования, все это выразится в одном единственном показателе: средний процент годового роста капитала. На сколько процентов за год в среднем растет капитал — вот и вся оценка стараний и умений любого инвестора.

Здесь, опять, надо не забывать, что если мы планируем по методу приведенных затрат, то есть, в сегодняшних ценах на начало 2018 года, то надо в качестве ежегодного процента прироста капитала указывать реальный процент, то есть процент превышения годового роста инвестиционного фонда над годовым процентом инфляции. Например, если капитал за год вырос на 15 %, а инфляция составила 6 %, то реальный рост капитала составил только 9 % годовых. Именно этот процент и надо закладывать в личный инвестиционный план.

Мне могут сказать, что все это напоминает гадание на кофейной гуще. Ведь никто не знает предстоящую будущую инфляцию, тем более — на годы и десятилетия вперед. Также невозможно предсказать рост капитала в процентах за каждый год.

А без этого невозможно вычислить, на сколько один показатель превосходит другой или отстает от другого. Это верно. Такая проблема существует. Как тут быть, мы обсудим чуть позже. А сейчас просто надо запомнить, что при расчете в приведенных ценах нужно рассматривать не номинальный, а реальный рост инвестиционного портфеля, то есть — за вычетом инфляции.

Рассмотрим, как будет выглядеть личный инвестиционный план семьи Ивановых на несколько десятков лет вперед.

Начнем с инвестиционного фонда семьи на начало текущего 2018 года. Сам инвестиционный фонд семьи составляет 3,6 миллиона рублей (3 миллиона в виде квартиры и 0,6 миллиона на депозите в банке).

Теперь надо задать, на сколько в среднем Ивановы смогут приращивать свой фонд в результате инвестиций. Конечно, мы не знаем, как будут приращивать свои деньги Ивановы, как они будут инвестировать.

Мне лично не очень нравится та структура инвестиций, которую выбрали Ивановы на данный момент. Например, 3 миллиона своих инвестиций (большую часть всего объема) они имеют в виде квартиры, которую сдают в аренду. Аренда приносит им $17 \times 12 = 204$ тысячи рублей в год. Это $204000 / 3000000 \times 100 \% = 6,8 \%$ годовых на вложенные деньги. В рублях. Из которых примерно 6–7 % съедает инфляция. Мне не кажется разумной эта инвестиция с реальным доходом в размере менее одного процента годовых (после учета инфляции). Можно зарабатывать больше. Я думаю, что, продав эту квартиру за 3 миллиона рублей, можно найти более доходные и менее рискованные направления инвестирования этих денег. Собственно говоря, вся эта книжка посвящена как раз тому, как получать больший доход от своих инвестиций при разумном риске. Давайте будем считать, что Ивановы сумеют вывести свою рублевую доходность на уровень 17 % годовых.

Замечание: вы, вероятно, удивились, что здесь указана цифра 17 %, когда раньше мы говорили о рублевой доходности 10–15 %. Дело в том, что это число — 17 % — вообще

не важно. На следующем шаге мы его будем несколько раз менять. И в результате мы получим совсем другие цифры и оценки. Поэтому сейчас мы просто отработаем методику составления инвестиционного плана. Не обращайтесь большого внимания на конкретную цифру роста. Она изменится. Не в ней дело.

Но это номинальная доходность их инвестиций. К большому сожалению, инфляция ежегодно «откусывает» от этой доходности приличный процент. Какой? Я не знаю, каков будет процент инфляции в ближайшие 65 лет в России. Никто этого не знает. В последние пару лет инфляция была невысокой: 3–4 % годовых. А в 2014–2015 годах, наоборот, очень высокой, 11–13 %. Давайте примем, что средняя инфляция в стране в следующие 65 лет будет составлять 7 % в год (иногда меньше, иногда больше). Это примерно на уровне потребительской инфляции за последние 10 лет. Тогда, при номинальной средней доходности инвестиционного фонда семьи Ивановых в размере 17 % годовых, средняя реальная доходность (то, что превышает инфляцию) будет составлять 10 % годовых.

Теперь расходы. Пока сын не поступил в университет, Ивановы не тратят свой инвестиционный фонд, только накапливают. Через 9 лет появится расход — 800 тысяч в год на образование сына. Такие расходы будут длиться 6 лет, а потом прекратятся. Дальше опять расходов нет. А вот еще через 15 лет Ивановы вместе выйдут на пенсию, так они решили. И государственной пенсии им будет недостаточно, поэтому они хотят с этого момента и до конца жизни снимать со своих инвестиций еще по 100 тысяч в месяц (это в сегодняшних ценах, а в номинальных ценах на тот год это может быть значительно большая величина). Итак:

В первые 9 лет снятий не было, только вложения (таблица 2.5.).

Колонка «прирост» показывает, на сколько прирос реальный капитал семьи за данный год. Понятно, что номинальный капитал (в ценах на тот или иной год) будет больше. Но мы привели капитал к ценам начала 2018 года. Цифры в колонке «прирост» рассчитаны как 10 % от суммы, имеющейся на начало года.

Таблица 2.5.

Инвестиционный фонд семьи Ивановых, 1–9 годы, в тыс. руб.

Год	На начало	Прирост	Вложения	Снятия	На конец
2018	3 600	360	180	0	4 140
2019	4 140	414	180	0	4 734
2020	4 734	473	180	0	5 387
2021	5 387	539	180	0	6 106
2022	6 106	611	180	0	6 897
2023	6 897	690	180	0	7 766
2024	7 766	777	180	0	8 723
2025	8 723	872	180	0	9 775
2026	9 775	978	180	0	10 933

Затем в течение 6 лет ежегодно тратятся деньги на обучение сына. Вот расчет.

Таблица 2.6.

Инвестиционный фонд семьи Ивановых, 10–15 годы, в тыс. руб.

Год	На начало	Прирост	Вложения	Снятия	На конец
2027	10 933	1 093	180	800	11 406
2028	11 406	1 141	180	800	11 927
2029	11 927	1 193	180	800	12 500
2030	12 500	1 250	180	800	13 130
2031	13 130	1 313	180	800	13 823
2032	13 823	1 382	180	800	14 585

Как видим, несмотря на ежегодные снятия денежных средств, инвестиционный фонд семьи все же продолжает немного расти.

Следующие 15 лет, вплоть до выхода Ивановых на пенсию, фонд семьи только прирастает, никаких снятий нет.

Ивановы к моменту выхода на пенсию (см. таблицу 2.7.) накопили весьма солидную сумму — 66 миллионов рублей (в ценах начала 2018 года).

Но на пенсии у Ивановых уже не будет возможности пополнять свой фонд, зато появляются ежемесячные снятия в размере

100 тысяч рублей. Это составляет 1 миллион 200 тысяч рублей в год. Что будет происходить с инвестиционным фондом семьи после выхода на «свою персональную пенсию» и до достижения ими возраста 100 лет рассчитано в таблице 2.8.

Таблица 2.7.

Инвестиционный фонд семьи Ивановых, 15–30 годы, в тыс. руб.

Год	На начало	Прирост	Вложения	Снятия	На конец
2033	14 585	1 459	180	0	16 224
2034	16 224	1 622	180	0	18 026
2035	18 026	1 803	180	0	20 008
2036	20 008	2 001	180	0	22 189
2037	22 189	2 219	180	0	24 588
2038	24 588	2 459	180	0	27 227
2039	27 227	2 723	180	0	30 130
2040	30 130	3 013	180	0	33 323
2041	33 323	3 332	180	0	36 835
2042	36 835	3 683	180	0	40 698
2043	40 698	4 070	180	0	44 948
2044	44 948	4 495	180	0	49 623
2045	49 623	4 962	180	0	54 765
2046	54 765	5 477	180	0	60 422
2047	60 422	6 042	180	0	66 644

Таблица 2.8.

**Инвестиционный фонд семьи Ивановых
после выхода их на пенсию, в тыс. руб.**

Год	На начало	Прирост	Вложения	Снятия	На конец
2048	66 643	6 664	0	1 200	72 107
2049	72 107	7 211	0	1 200	78 118
2050	78 118	7 812	0	1 200	84 730
2051	84 730	8 473	0	1 200	92 003
2052	92 003	9 200	0	1 200	100 003
2053	100 003	10 000	0	1 200	108 803

окончание табл. 2.8.

Год	На начало	Прирост	Вложения	Снятия	На конец
2054	108 803	10 880	0	1 200	118 484
2055	118 484	11 848	0	1 200	129 132
2056	129 132	12 913	0	1 200	140 845
2057	140 845	14 085	0	1 200	153 730
2058	153 730	15 373	0	1 200	167 903
2059	167 903	16 790	0	1 200	183 493
2060	183 493	18 349	0	1 200	200 642
2061	200 642	20 064	0	1 200	219 507
2062	219 507	21 951	0	1 200	240 257
2063	240 257	24 026	0	1 200	263 083
2064	263 083	26 308	0	1 200	288 191
2065	288 191	28 819	0	1 200	315 811
2066	315 811	31 581	0	1 200	346 192
2067	346 192	34 619	0	1 200	379 611
2068	379 611	37 961	0	1 200	416 372
2069	416 372	41 637	0	1 200	456 809
2070	456 809	45 681	0	1 200	501 290
2071	501 290	50 129	0	1 200	550 219
2072	550 219	55 022	0	1 200	604 041
2073	604 041	60 404	0	1 200	663 245
2074	663 245	66 324	0	1 200	728 369
2075	728 369	72 837	0	1 200	800 006
2076	800 006	80 001	0	1 200	878 807
2077	878 807	87 881	0	1 200	965 488
2078	965 488	96 549	0	1 200	1 060 836
2079	1 060 836	106 084	0	1 200	1 165 720
2080	1 165 720	116 572	0	1 200	1 281 092
2081	1 281 092	128 109	0	1 200	1 408 001
2082	1 408 001	140 800	0	1 200	1 547 601

Как видим, у Ивановых все очень удачно складывается. Даже если возникнут какие-то непредвиденные обстоятельства

и потребуются срочно большие деньги на неотложные цели, это вряд ли пошатнет благосостояние их семьи. Ивановы — очень состоятельные пенсионеры.

Но это получается так замечательно лишь в случае, если им действительно удастся приращивать свой фонд в среднем на 10 % в год в реальных ценах (с учетом инфляции). А если инфляция окажется много выше? А если номинальный рост в 17 % годовых им не удастся обеспечить? Об этом поговорим на следующем шаге.

Шаг 15. ДОРОГИ, КОТОРЫЕ МЫ ВЫБИРАЕМ

Давайте обсудим результаты личного инвестиционного плана Ивановых.

Если им действительно удастся дожить до 100 лет, то к этому моменту их собственный инвестиционный фонд составит полтора миллиарда рублей (?!). Это в ценах 2018 года. В номинальных ценах 2082 года — это будет значительно больше. Трудно поверить, да? Но не стоит сосредотачиваться на этом итоге. Он мало что значит и в реальности вряд ли будет реализован. Поскольку, как вы уже поняли, у нас к этому плану есть много серьезных вопросов, которые ставят под сомнение целесообразность составления подобных планов в принципе.

Вот эти вопросы, которые смущали нас с самого начала.

1. **Вопрос:** откуда мы знаем будущий средний процент инфляции в России на такой длинный период?

Ответ: ниоткуда. Мы не знаем его.

2. **Вопрос:** почему мы решили, что Ивановым удастся приращивать свой капитал на 17 % в год в номинальном выражении (что и позволило нам оценить прирост в реальном выражении в размере 10 % в год)?

Ответ: мы этого не знаем. На данный момент мы владеем только одним примитивным правилом инвестирования — все в доллары, и на всю сумму купить индекс S&P 500. Этот простой способ показал нам грубую оценку 10–15 % годовых.

3. **Вопрос:** однако нельзя ведь исключить более благоприятный результат — например, если инфляция будет меньше 7 %, а прирост фонда Ивановых больше 17 %?

Ответ: конечно, так тоже вполне может получиться.

4. **Вопрос:** нельзя исключить и какие-то неожиданности в будущем, о которых мы сейчас даже не подозреваем. Например, тяжелая болезнь одного из супругов. Или пожар, наводнение, другие стихийные бедствия.

Ответ: конечно.

5. **Вопрос:** тогда, может быть, учитывая все то, что мы сейчас обсудили, это инвестиционное планирование вообще ни к чему? Может быть, этим вообще бессмысленно заниматься.

Ответ: не согласен, заниматься этим очень даже нужно! Но вовсе не для того, чтобы свято поверить, что в 2082 году у Ивановых будет именно полтора миллиарда рублей в инвестиционном фонде. Сама эта цифра не имеет особого смысла. Личное инвестиционное планирование нужно делать для другого. Оно нужно для того, чтобы определить границы устойчивости инвестиционного плана семьи для реализации ее инвестиционных целей. Прделаем это.

Вариант 1

Давайте предположим, что среднегодовая реальная доходность инвестиционного фонда Ивановых составляет не 10 %, а 6,8 %. Не буду приводить таблицы расчетов (каждый, кто хочет, может сделать это самостоятельно), сообщу только основные результаты.

В этом случае:

На начало 2027 года, когда сыну нужно будет выделять деньги на учебу, в фонде будет 8646 тысяч рублей.

На момент окончания обучения и, соответственно, окончания этих затрат, то есть в начале 2033 года, фонд немного уменьшится — до 8418 тысяч рублей (в эти 6 лет прирост фонда был чуть меньше затрат).

К моменту выхода Ивановых на «свою пенсию», к началу 2048 года, в фонде скопится 27 миллионов рублей.

На пенсии, тратя 1 миллион 200 тысяч в год и не вкладывая больше ни копейки, Ивановы, тем не менее, наблюдают постоянный прирост фонда. Это происходит потому, что размер фонда в 27 миллионов рублей и прирост фонда темпом 6,8 % в год позволяют ежегодно увеличивать сумму в фонде на большую величину, чем те 1 200 000 в год, которые из фонда изымаются. И к концу 2082 года, когда Ивановым исполнится 100 лет, в фонде будет 111 миллионов рублей.

Как видим, в случае прироста фонда даже средним темпом 6,8 % годовых в реальном исчислении (с учетом инфляции), Ивановых тоже ждет обеспеченная старость. Хотя в этом случае они, конечно, не накопят 1,5 миллиарда.

Вариант 2

А если реальный (превышающий инфляцию) прирост фонда Ивановых составит, например, всего 4 % годовых.

Тогда дело обстоит гораздо хуже. Учеба сына уменьшает фонд каждый год в большем объеме, чем успевает прирастать за счет постоянных вложений и инвестиционного дохода. В результате размер фонда за эти 6 лет уменьшится с 7 миллионов в 2027 году до 4,7 миллионов в 2033 году.

Затем фонд начнет расти. И к моменту выхода на пенсию в фонде накопится 12 миллионов рублей. Это, вроде бы, относительно много, в 3,3 раза превышает то, что было на старте инвестирования. Но этой суммы оказывается совершенно недостаточно, чтобы выплачивать себе запланированную пенсию. Ведь фонд в 2048 году (первом году пенсионного периода Ивановых) прирастет только на 489 тысяч рублей за год. И если Ивановы, несмотря на этот скромный прирост, выплатят сами себе запланированную пенсию в сумме 1200 тысяч рублей в год, то размер фонда через год существенно уменьшится. Соответственно, уменьшится и прирост фонда за следующий, 2049 год. Просто потому, что сам фонд стал меньше и те же 4 % роста от меньшей величины составят меньшую сумму. А снимая вновь 1200 тысяч в 2049 году, Ивановы уменьшат размер фонда еще больше, чем в 2048 году. И поэтому «дыра» в фонде увеличится за 2049 год

большими темпами. Фонд будет сокращаться год от года все с большей и большей скоростью. Это важный вывод. Его стоит запомнить.

Если Ивановы, несмотря ни на что, продолжают снимать из фонда запланированную пенсию, то размер фонда уменьшается, и его ежегодное сокращение происходит по нарастающей, лавинообразно.

И в результате в 2061 фонд исчерпается полностью. Получается, что в этом случае — при 4 % реального роста их фонда — Ивановы «не могут себе позволить» жить дольше, чем до 78 лет. У них просто кончатся деньги на то, чтобы жить. Не могут Ивановы позволить себе и заболеть так, чтобы потребовалось дорогостоящее лечение.

Есть вариант решения проблемы. Он состоит в том, что Ивановы, увидев при выходе на пенсию, что фонд прирастает только на 489 тысяч в год, решат для себя, что они будут проедать только этот прирост, оставляя сам размер фонда неизменным. Это означает, что их пенсия будет составлять не 100 тысяч на двоих в месяц, как бы они хотели, а только 40 тысяч в месяц. Сумеют ли они прожить на эти деньги, я не знаю, но этот вариант все же лучше. Ведь в их фонде все время будет оставаться 12 миллионов рублей, в этом случае они будут тратить только прирост. И если случится что-то непредвиденное, например, серьезная болезнь, то, по крайней мере, будет откуда взять деньги.

Вывод: финансовая ситуация семьи (на самом деле, не только Ивановых, но любого инвестора) очень сильно, принципиально зависит от темпа среднего реального прироста инвестиционного фонда семьи. При 10 % — Ивановы миллиардеры, при 6,8 % — они обеспеченные люди, при 4 % они не смогут свести концы с концами.

А ведь 4 % реального прироста при средней инфляции 7 % годовых означают, что в номинальных рублях, без корректировки на инфляцию, инвестиции Ивановых растут на 11 % в год, что выглядит внешне очень успешным показателем, гораздо выше процента по вкладам в банк. Надо понимать, что это не так,

нет успешности в этом варианте. А вот прирост в 6,8 % годовых в реальных цифрах — и, соответственно, 13,8 % в номинальном выражении — коренным образом меняет ситуацию. В этом случае Ивановы достигают своих долгосрочных целей, и даже какие-то неожиданные трудности не изменяют их благополучного финансового состояния. Вот такая разница: 13,8 % номинального роста вместо 11 % принципиально меняют финансовое состояние семьи на длительную перспективу. ***Эта разница в 2,8 % сделает семью в старости либо счастливой (если эти дополнительные 2,8 % удалось получить), либо несчастной (если не удалось).***

Стоит взять себе на заметку, как меняется благополучие семьи от такого, казалось бы, небольшого изменения средней доходности личного инвестиционного фонда.

Отсюда можно также сделать еще один вывод: депозит в банке, на котором у Ивановых размещены сегодня 600 тысяч рублей под 7 % годовых, при инфляции тоже около 7 % — это совершенно неудачная инвестиция. Она хоронит мечты Ивановых на достойную старость. Им надо бы извлечь свои деньги с депозита, а также продать квартиру и заняться выбором более доходных инвестиций. Причем им стоит потратить время на обучение тому, как выбрать эти достойные инвестиции. От этого очень многое зависит в будущей жизни семьи Ивановых, их жизнь может измениться принципиальным образом.

Не только Ивановым, но и вам, читатель, стоит сделать это. Откройте Excel и постройте для себя эти простые таблички для вашего личного инвестиционного плана, отражающего ваши собственные инвестиционные цели. Там все просто. Стоит понять, как ситуация будет развиваться в вашем случае, правда? Ждет ли вас достойная старость? Сможете ли вы реализовать ваши долговременные цели? При каком минимальном приросте инвестиционного фонда (в реальном — после вычета инфляции — исчислении) вам удастся достичь своих инвестиционных целей? Это важные вопросы, согласитесь.

И наконец, думаю, вы уже поняли, что является самым главным в личном инвестиционном плане. Не конкретные цифры раз-

мера фонда в таком-то году, а определение тех границ доходности, при которых ваше благополучие начинает рассыпаться в прах. Например, мы поняли, что в ситуации с семьей Ивановых 6,8–7 % реальной доходности (превышения доходности над инфляцией) — это тот минимум, который обеспечивает им достойную старость. Ниже нельзя. Это очень важный факт. Осознав эту конкретную цифру, можно понять, как вам составить свой инвестиционный портфель (о портфеле — в следующих главах). Вот так, двигаясь от инвестиционного плана к инвестиционному портфелю и обратно, через несколько таких шагов вы постепенно выйдете на ту траекторию сбережения и приумножения своих инвестиций, которая позволит вам не надеяться, а рассчитывать на финансовое благополучие.

Что же должны делать Ивановы, осознав факт предельно возможной средней годовой реальной доходности своего фонда, при котором они еще остаются до конца своих дней финансово благополучными: около 7 % среднегодового роста в реальном выражении? Это, конечно, очень важный вывод. Но что им с этим знанием делать? Я предложил бы следующие действия:

— По окончании каждого года смотреть, какова была реальная инфляция и каким получился номинальный (без поправки на инфляцию) рост их инвестиционного фонда в процентах за прошедший год. Вычесть из номинального процента роста их фонда процент инфляции за этот год (публикуется Роскомстатом) и рассчитать таким образом реальную доходность инвестиционного фонда за прошедший год. Делать это ежегодно. Если Ивановы считают, что официальные данные по инфляции являются несколько заниженными (так бывает), то они могут поставить свою оценку инфляции. Только здесь важно не переборщить. Часто люди склонны завышать процент инфляции, поскольку оценивают его по самым «вопиющим» позициям товаров, забывая об остальных.

— Если становится очевидным, что за ряд лет (3–5) средняя годовая реальная доходность оказалась ниже той критической доходности, при которой еще можно достичь ваших инвестиционных целей, то надо предпринимать какие-то действия. Ведь инвестиционный план семьи не выполняется. Таких действий может

быть, по большому счету, два. Либо уменьшать свои цели (снижать размеры выплат или полностью отказываться от каких-то целей). Либо находить способы повысить среднегодовую номинальную доходность инвестиционного фонда (об этом — данная книжка). Имеет смысл пересоставлять инвестиционный план семьи каждые 3–5 лет по результатам фактической доходности инвестиций и фактической инфляции за прошлый период. Таким образом, с течением времени инвестиционный план семьи становится все более обоснованным, он отражает реальные показатели, которые удалось получить за прошедший период времени.

— Точно так же надо план составить заново, если произошло какое-то серьезное событие в вашей жизни или в окружающем мире, которое существенно поменяло ваши цели или ваши цифры: инфляция существенно изменилась (+ или -), произошло событие, которое потребовало внезапных существенных затрат — или, наоборот, вам привалило неожиданное наследство, и тому подобное. В этом случае надо составить новый план сразу, не дожидаясь, когда пройдут 3–5 лет.

Но можно ли увеличить среднегодовую доходность своего инвестиционного фонда — и если да, то как это сделать?

Да, увеличить доходность иногда можно. Но за это придется, как правило, платить повышенным риском. Здесь мы переходим к третьему вопросу, с которым надо разобраться до начала инвестирования: риск.

Повышенный риск? Как это понять? Можно ли риск измерять числом?

Оказывается — да! Давайте попробуем разобраться с тем, как измерить риск.

Кроме того, надо понять, какой риск способны выдержать лично вы. От этого будет зависеть и то, на какую среднюю доходность вы можете рассчитывать.

А может быть, можно риск уменьшить, не снижая доходность?

Иногда можно. Причем разными способами.

Получается, нам надо серьезней разобраться с риском.



Шаг 16. **ЧТО ТАКОЕ РИСК, И НАСКОЛЬКО ВЫ В СОСТОЯНИИ ЕГО ТЕРПЕТЬ?**

Предупреждение. В этой книге есть несколько тем, которые непросто усвоить новичку-неспециалисту. Такие темы будут снабжены картинкой, которую вы видите в левом верхнем углу. Я стараюсь изложить их как можно более понятно, но они не очень просты сами по себе. Одна из этих тем — «риск и его измерение» — сейчас перед вами. Если при первом прочтении вам не все будет понятно, попробуйте прочитать текст еще раз.

Для того чтобы можно было сравнивать риск разных вариантов инвестирования, инвестор должен уметь рассчитывать риск каждого из вариантов. А как это: «рассчитывать риск»? Как измерить риск числом? И возможно ли это в принципе? Сначала кажется, что риск измерить численно невозможно. Как, например, измерить риск опасности прыжка через пропасть? И тем не менее, риск измеряют.

В середине прошлого века Гарри Марковиц предложил способ измерения риска инвестиций. Разберемся, как он предложил его измерять. Это будет необходимо нам в дальнейшем. Ведь инвестор все время сопоставляет доходность своих инвестиций с их риском. И выбирает наиболее предпочтительный для себя вариант.

На предыдущем шаге мы рассуждали о средних темпах прироста инвестиционного фонда семьи Ивановых. При этом мы, конечно, понимали, что средние темпы роста и конкретный рост в конкретный год, вполне возможно, будут отличаться.

Например, нам говорят, что в среднем фонд растет на 12 % в год. Именно этот средний рост и называют среднегодовой доходностью инвестиционного фонда за длинный период времени, скажем, за 10 лет. Но это не значит, что рост фонда в каждый год будет ровно 12 %. Средний рост потому и назван средним, что в каждый конкретный год рост будет разным.

Так вот: различие доходностей одного года и доходностей другого связано как раз с риском инвестирования. Действительно, если бы фонд семьи Ивановых прирастал строго по 12 % ежегодно, то можно было бы сказать, что у Ивановых нет никакого риска. Фонд идет строго по расписанию, год прошел — 12 % прибавка. И так всегда. Никаких волнений. И никакого риска.

Но обычно бывает не так. Инвестиции всегда связаны с колебаниями дохода: год хороший, год плохой. И тогда — в плохие годы — начинаются волнения у инвестора. Здесь и возникает риск. Причем, риск бывает разным по величине, поскольку колебания дохода бывают разными по величине. Например, допустим, что у Ивановых отклонения от среднего роста все время невелики: в один год фонд прирастает на 13 %, а в другой на 11 %. Разница небольшая. Допустим, что все реальные показатели в разные годы находятся близко к 12 %. Эти 12 % «на круг» и получают средним процентом роста фонда Ивановых.

А у другой семьи, допустим, у Петровых, тоже есть свой инвестиционный фонд. Но они как-то по-своему распорядились вложениями, и у них, допустим, в среднем доходность получается значительно выше — скажем, 20 % годовых, — но год от года очень сильно отличается. В какие-то годы — вообще минус получается (фонд не прибывает, а уменьшается в объеме), а в другие годы, наоборот, очень высокий доход.

И вот вопрос: какой вариант вам лично ближе, какой вариант вы бы выбрали? Получить в среднем большой прирост фонда (20 % в год в среднем) и потерпеть, что в некоторые годы будет вообще убыток, в другие годы — прирост, но очень маленький, а еще в некоторые годы — очень большой прирост. Или для вас лучше, чтобы только 12 % (а не 20 %) в год в среднем зарабаты-

вать, но зато более стабильно, чтобы год от года мало отличался по величине процента роста? Вы пока подумайте над этим. А я отмечу, что ведь мы с вами, кажется, уже поняли, как измерять риск. Риск имеет смысл измерять тем, насколько сильно год за годом результаты роста фонда отличаются от его среднего роста. Если каждый год отличается от среднего роста сильно, то риск инвестирования велик. Если рост более стабильный, мало колеблется год от года, риск мал.

Гарри Марковиц предложил измерять риск инвестирования именно величиной ОТКЛОНЕНИЯ фактических ежегодных значений роста от среднего роста. Называется этот параметр — стандартное отклонение (СО). Часто этот показатель называют еще среднеквадратичным отклонением (СКО). Это два названия одного и того же. Я не буду приводить математическую формулу этого показателя. Не все читатели — математики. Я лучше проиллюстрирую смысл на примерах. В этих двух условных примерах легче разобраться, чем в математической формуле.

ПРИМЕР № 1. Вот как обстояли дела с инвестиционным фондом семьи Ивановых:

Год	Размер фонда	Прирост	Отклонение от среднего
1	1 000		
2	1 120	12 %	0 %
3	1 243	11 %	–1 %
4	1 405	13 %	1 %
5	1 531	9 %	–3 %
6	1 730	13 %	1 %
7	1 973	14 %	2 %
8	2 209	12 %	0 %
9	2 430	10 %	–2 %
10	2 698	11 %	–1 %
11	3 102	15 %	3 %
Средний рост		12 %	

Здесь годы указаны числами от 1 до 11, чтобы подчеркнуть, что этот пример не имеет под собой каких-то реальных оснований, а придуман чисто условно.

Размер фонда, как мы видим, постоянно растет, и за 10 лет увеличился больше чем втрое.

Хотя размер роста фонда в процентах, как мы видим в третьем столбце, немного разный в разные годы, но эти проценты роста не очень сильно отличаются год от года и лишь слегка «гуляют» вокруг цифры 12 % в год. Эта цифра — 12 % — подсчитана внизу третьего столбца. Она равна сумме всех чисел третьего столбца, деленной на их число (10 штук), то есть это просто среднее значение.

В четвертом столбце показана разность между ростом данного года и средним ростом за 10 лет (который равен 12 %). Общий взгляд на этот столбец показывает нам, насколько сильно отличается рост в тот или иной конкретный год от среднего роста за весь десятилетний период. Это взгляд и будет нашей грубой оценкой величины риска. Гляньте: и в плюс, и в минус отклонения от средней цифры 12 % были небольшими. Самые большие отклонения были на 3 % (в большую или меньшую сторону), а часто еще меньше. А в некоторые годы вообще не было отклонений — строго на 12 % фонд рос. Ивановы, думаю, не сильно переживали по поводу роста своего фонда. Он стабильно и уверенно рос.

ПРИМЕР № 2. С фондом семьи Петровых дела обстояли по-другому. Вот как:

Год	Размер фонда	Прирост	Отклонение от среднего
1	1 000		
2	900	–10 %	–30 %
3	855	–5 %	–25 %
4	795	–7 %	–27 %
5	1 272	60 %	40 %
6	1 896	49 %	29 %
7	1 668	–12 %	–32 %

8	2 803	68 %	48 %
9	3 980	42 %	22 %
10	3 621	–9 %	–29 %
11	4 491	24 %	4 %
Средний рост		20 %	

Мы видим, что в среднем фонд растет быстрее. За 10 лет он вырос почти в 4,5 раза, а не в 3 раза, как у Ивановых. Но возможностей для волнения у Петровых было существенно больше. Первые три года (с года 2 по год 4) фонд вообще постоянно уменьшался. В результате у Петровых вместо вложенных 1000 долларов в четвертый год осталось только 795. В то время как у Ивановых к этому моменту было почти вдвое больше, 1405. Есть отчего волноваться! Особенно если эти две семьи дружат и рассказывают друг другу о своих инвестиционных успехах и поражениях. В год 5 фонд Петровых вдруг очень увеличился в объеме. Теперь в фонде стало 1272 доллара. Больше, чем исходная вложенная сумма. То есть, наконец, вместо убытка появился доход. Но пока меньше, чем у Ивановых. Дальше у Петровых, вроде бы, дела пошли на лад, но были еще два года — год 7 и год 10, — когда у них опять происходило снижение объема фонда. В результате они обогнали фонд Ивановых существенно, но и нервы себе потрепали изрядно.

Теперь я вновь задам вам тот же вопрос: вы лично какой вариант выберете — меньший рост, но более равномерный (Ивановы), или больший, пусть и неровный (Петровы)?

Ниже представлен график состояния фондов этих двух семей по годам, который поможет вам более ясно представить себе ситуацию, чтобы ответить на этот вопрос. Только надо учитывать, что каждое деление на оси X — это целый длинный год, 365 дней волнения или покоя. Учтите также и то, что результат за прошлые 10 лет — победа фонда Петровых в конце периода, — совсем не гарантирует, что и дальше они победят. Действительно, были ведь и долгие 3 начальных года, когда Петровы хронически проигрывали. Где гарантия, что так же не получится в следующие 10 лет?

Итак, внимательно рассмотрите график. И примите для себя обоснованное решение. Это решение вам пригодится, когда вы будете определять свою терпимость к риску.

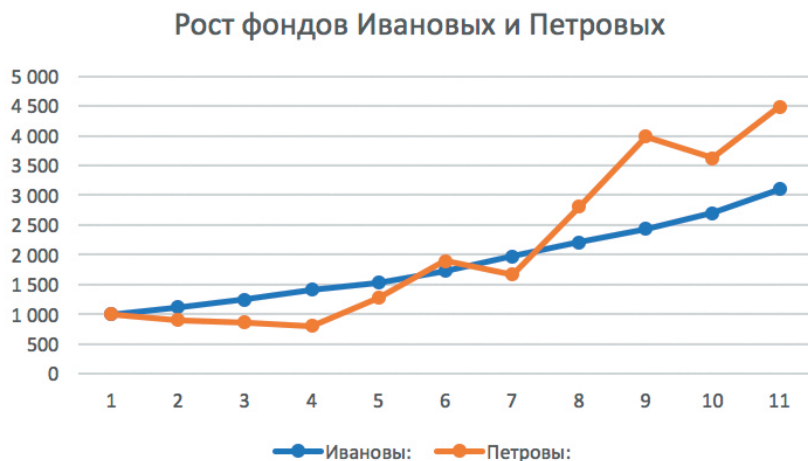


График 2.2. Рост фондов Ивановых и Петровых

Вернемся к измерению риска. Нам уже понятно, что четвертая колонка отвечает нам на вопрос о величине риска. Если числа в ней большие (не важно, с плюсом или минусом), то риск тоже большой. Если числа в четвертой колонке невелики, то невелик и риск. Как рассчитать числа в четвертой колонке, мы знаем. Все замечательно. Последний вопрос: чисел в четвертой колонке несколько (конкретно — 10 штук), а нам нужно только одно число для общего, суммарного измерения риска, чтобы можно было сравнить его с риском другого инвестиционного фонда. Формулу вычисления этого числа — СО — и предложил использовать Марковиц (она хорошо известна в математической статистике) для определения величины риска. Как я уже говорил, не буду здесь приводить эту формулу. Хорошая новость состоит в том, что вам не обязательно ее знать, Excel умеет рассчитывать стандартное отклонение за вас. Если вы выделите все числа в четвертом столбце и зададите соответствующую функцию, Excel мгновенно рассчитает вам СО. (Не умеете? Друзья и Google вам помогут!)

Я проделал это. В Примере № 1 СО получилось равным 1,8 %, а в Примере № 2 СО получилось равным 32,3 %. Как мы видим,

риск у фонда семьи Петровых существенно выше, чем у семьи Ивановых. Но и доходность у Петровых выше.

Теперь попробуем понять, что же все-таки означает СО в содержательном смысле? Что это за число? Что мы измерили? Вот у нас получилось в одном случае число 1,8 %, а в другом случае — 32,3 %. Мы видим, что числа сильно отличаются друг от друга, и понимаем, что во втором случае (у Петровых) колебания годового дохода гораздо сильнее, чем в первом случае (у Ивановых). Но что означают сами числа? Отвечаю: математически доказано, что эти числа определяют «коридор», в который чаще всего будет попадать значения реальной годовой доходности.

Давайте, разберемся на примере фонда Ивановых. У них средняя доходность равна 12 %, а СО составляет 1,8 %. Так вот, если мы сначала прибавим к средней доходности СО (будет $12\% + 1,8\% = 13,8\%$), а потом из средней доходности вычтем СО ($12\% - 1,8\% = 10,2\%$), то мы получим коридор доходностей от 10,2 % до 13,8 %. Вот в этих границах чаще всего и будет находиться доходность, которую Ивановы будут получать в следующие годы.

Смотрите, это же очень важно! Оказывается, мы можем примерно прогнозировать, какую доходность мы будем иметь в следующие годы. И это очень радостное обстоятельство. Оказывается, на фондовом рынке можно строить определенные прогнозы и работать не как в казино, а на основании расчета.

Осталось понять, что значат слова «чаще всего». «Чаще всего доходность будет находиться в этом коридоре», — что это значит? Математика доказывает, что примерно в 68 % случаев доходность будет находиться в указанных границах. А, соответственно, в оставшихся 32 % случаев доходность конкретного года будет за пределами этих границ. Причем пополам: в 16 % случаев выше верхней границы коридора (что для нас только хорошо — доходность выше 13,8 % нас вполне устраивает), а в другой половине случаев — тоже в 16 % — ниже нижней границы (что для нас значительно хуже, ведь в этих 16 % случаев наша доходность окажется меньше 10,2 %).

Смотрите, сейчас у нас появилось гораздо больше информации о том, как будет вести себя фонд семьи Ивановых в будущем. Мы можем теперь прогнозировать и строить планы. Например, нам теперь ясно, что только примерно 1 раз в 6 лет результат работы фонда будет показывать меньшую доходность, чем 10,2 % (16 % — это примерно 1/6). А в остальных 5 случаях из 6 лет годовая доходность будет выше 10,2 %. Причем примерно в 1 случае из этих 5 оставшихся доходность окажется даже больше 13,8 %. А еще в остальных 4 случаях доход будет находиться в коридоре 10,2 %–13,8 %. И при этом средний доход за много лет будет примерно равен 12 %. Теперь в нашем распоряжении имеется вот такая довольно подробная информация о том, как будет вести себя фонд в будущем — скажем, в следующие 10 лет.

Зная все это, Ивановы теперь могут весьма обоснованно спрогнозировать в своем личном инвестиционном плане средний ежегодный рост в размере, скажем, 10,2 %. При этом они почти уверены, что в среднем у них будет получаться даже более высокая доходность — 12 %, а огорчаться они будут только примерно один раз в шесть лет. Только в один год из шести доходность окажется ниже запланированной (10,2 %), но вскоре общие результаты покроют эту недостаточно высокую доходность и в среднем окажутся даже выше запланированных 10,2 %, будут выходить на примерный уровень 12 %. Не знаю, как вас, а меня такой уровень определенности в своем финансовом будущем вполне устраивает.

Давайте теперь посмотрим, насколько наши расчеты выполняются хотя бы по отношению к тем 10 годам, которые занесены в нашу табличку. Сколько раз доходность конкретного года выходила за пределы коридора от 10,2 % до 13,8 %? Смотрим. В двух случаях, в год 5 и год 9, доход был ниже 10,2 %, а именно: в год 5 доход равнялся 9 %, а в год 9 доход был 10 %. Также в двух случаях — в год 7 и год 11, — доходность была выше 13,8 %. А в оставшихся шести случаях из 10 доход находился в коридоре 10,2 %–13,8 %. Все получается в соответствии с теорией.

Итак, мы проделали большую и сложную работу. И результат очень важный получили. Теперь мы умеем прогнозировать наши будущие доходности очень основательно. Мы можем заклады-

вать в наш инвестиционный план осторожные цифры роста (например, по нижней границе коридора) и быть уверенными, что, скорее всего, мы даже перевыполним расчетные показатели инвестиционного плана. Поэтому, если даже с данными цифрами доходности наших инвестиционных целей удастся достичь, то можно не сильно сомневаться в их реальной достижимости.

А в заключение давайте рассчитаем коридор вероятностей для фонда Петровых. Нижняя граница коридора: $20\% - 32,3\% = -13,3\%$. Верхняя граница коридора: $20\% + 32,3\% = 52,3\%$. Итак, Петровы не могут жить столь спокойно и комфортно, как Ивановы. Они просто не могут установить в своем инвестиционном плане прогноз роста на уровне нижней границы коридора вероятностей. Ведь эта нижняя граница — отрицательное число. И им пришлось бы считать, что их инвестиционный фонд ежегодно убывает. Поэтому им не удастся ориентироваться на то, чтобы только в одном из 6 лет реальная годовая доходность получилась ниже заложенной в план, как это сделали Ивановы. Им придется, видимо, заложить в план среднегодовую доходность 20 % в год и мириться с тем, что в половине случаев у них доходность будет ниже плана, а иногда и отрицательной, зато в другой половине случаев доходность будет выше, а иногда — существенно выше плановой.

Еще раз: какой из этих вариантов вам подходит больше? Какой соответствует вашему характеру? Получать высокий доход и волноваться или спокойно получать скромный доход?

В следующей главе «Инструменты» мы увидим, что некоторые инструменты (акции) дают более высокую доходность, но и более высокий риск (СО) по сравнению с другими инструментами (облигациями, золотом). Если мы проанализируем колебания доходности акций по сравнению с колебаниями доходности других инструментов, то увидим, что и средняя доходность, и риск у акций существенно выше, чем у других инструментов.

И снова тот же вопрос: какой же выбор вы сделаете в такой ситуации? Что вы будете покупать: акции или, например, облигации?

Житейский опыт подсказывает, что есть разные люди. Есть люди, которые не переносят даже малейший риск, впадают в панику при любых неблагоприятных событиях. А есть люди, которые не могут жить без адреналина, которых риск только возбуждает. Необходимо определить вашу личную терпимость к риску. Ведь от этого зависит ваша личная инвестиционная стратегия. Она должна быть комфортной для вас. Не дело, если вы будете годами не спать по ночам и страдать от падений вашего фонда, только чтобы в результате заработать больший процент прироста. С другой стороны, агрессивному инвестору просто скучно с портфелем, как в Примере № 1 у Ивановых. Ему надо иметь именно высокодоходный и более рискованный инвестиционный портфель.

Есть много тестов в интернете, которые позволят вам определить вашу собственную толерантность к инвестиционному риску. Вот, например, три из них:

<http://assetallocation.ru/fidelity-investment-mix/? utl t=aa>
<http://activeinvestor.pro/test-na-tip-investora-i-ustojchivost-k-risku/>
<http://psycabi.net/testy/273-etodika-diagnostiki-stepeni-gotovnosti-k-risku-shubert-test-sklonnosti-k-risku-shuberta>

Есть и много других.

Я советую вам пройти эти тесты. Что-то вы поймете про свое отношение к риску. Но по-настоящему разобраться, какой вы тип инвестора, каково ваше личное отношение к риску, вы сможете только в процессе реальных инвестиций. Дело в том, что просто написать «я запросто готов потерять 20 % своих инвестиций» и реально почувствовать, что это значит, потерять 20 % того, что вы так долго и трудно копили, — это абсолютно разные вещи. Поэтому, тесты — это хорошо, но практические навыки инвестирования — куда важнее.

Кроме того, свое отношение к риску можно и нужно тренировать. Это тоже делается в процессе реального инвестирования. Просто есть приемы, позволяющие меньше волноваться о своих инвестициях. Да мы с вами уже немного коснулись этих приемов на Шаге 11.



И еще очень важно, что есть приемы, которые позволяют снизить риск, но при этом не уменьшить свой средний доход. А иногда удается и риск снизить, и доход повысить. Это мы будем обсуждать в дальнейшем.

Замечание. Этот шаг относится к самым трудным в книжке. Возможно, не все было вам понятно. В этом случае перечитайте еще раз этот раздел. Многие трудные моменты прояснятся. Даже если вы не все поняли, не беда. Основные идеи, думаю, вы уловили, а остальное будет еще уточняться по мере вашего продвижения.

Выводы из второй главы

1. Начинающий инвестор часто задает неправильные вопросы, совсем не те, которые ему на самом деле нужны. Он часто спрашивает, что купить и как торговать. Правильными вопросам являются совсем другие:
 - Зачем я инвестирую, каковы мои инвестиционные цели?
 - На какой срок мне надо рассчитать свой инвестиционный план?
 - Какова моя личная толерантность к риску? Сколько я готов принять на себя риска ради получения еще 1 процента среднегодовой доходности?
2. Составьте свой инвестиционный план. Он нужен не для того, чтобы знать, сколько денег у вас будет через 10, 20 или 30 лет. Скорее всего, вы ошибетесь в этом. Инвестиционный план нужен для другого. Это ваш инструмент, которым вы постоянно пользуетесь, чтобы понять, сумеете вы реализовать ваши цели или нет. И что надо сделать, чтобы суметь их реализовать. Если жизнь показала, что вы не можете реализовать свой инвестиционный план, изменяйте свои инвестиционные цели.
3. Инвестирование — это не погоня за максимальной прибылью, инвестирование — это постоянная балансировка между прибылью и риском. Кто думает только о прибыли и не думает о риске — проиграет. Кто думает только

о риске и не думает о пробыли — тоже проиграет. Умейте вычислять риск. Знайте свою личную степень толерантности к риску.

4. Постоянно балансируйте свой риск и прибыль, чтобы добиться успеха. Ваш успех или провал определяются не тем, первый ли вы в гонке. Ваш успех или провал определяются тем, можете ли вы достичь своих инвестиционных целей. Поэтому вновь и вновь возвращайтесь к своему личному инвестиционному плану. Пересчитывайте его по ежегодным результатам ваших инвестиций и вашего накопленного инвестиционного опыта.
5. Когда вы уже несколько лет инвестируете, когда вы каждый год подводите итоги, когда вы уже знаете, на какую среднегодовую доходность вы можете рассчитывать при вашем уровне терпимости к риску, тогда вы гораздо более обоснованно сможете определить, достижимы ли ваши личные инвестиционные цели. Если вы видите, что своих целей вы достигнуть не можете, то у вас по большому счету только два пути. Либо снизить свои притязания, уменьшив список или размер своих долговременных инвестиционных целей. Либо, адаптировавшись к риску, принять на себя более высокий риск, который даст вам большую среднегодовую доходность.
6. Есть еще один путь достижения высокой средней доходности — даже иногда без принятия на себя дополнительного риска. Это финансовая и инвестиционная грамотность. Читайте больше хороших книг по инвестированию (и помните при этом, что плохих книг по инвестированию гораздо больше, чем хороших).

Успехов вам в инвестировании!

Глава 3

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ

На любом инструменте легко играть:
нужно всего лишь в нужный момент
тронуть нужную клавишу,
и инструмент сам зазвучит.

И. С. Бах

Шаг 17. ИЗ ЧЕГО ПОРТФЕЛЬ БУДЕМ СТРОИТЬ?

Вот мы и подошли к разговору об инвестиционных инструментах, которые позволят нам наращивать наши финансовые возможности, подошли к изучению того «строительного материала», из которого мы будем создавать здание своего финансового благополучия.

Если вы выберете свои инвестиционные инструменты и вложите в них свои сбережения, то у вас в результате получится то, что называют инвестиционным портфелем. До этого момента мы говорили «инвестиционный фонд семьи Ивановых», потому что мы не интересовались, что в этом фонде находится. Сейчас мы начнем говорить о содержании, о структуре этого фонда. А когда мы говорим о структуре, принято употреблять выражение «инвестиционный портфель».

Инвестиционный портфель — это набор инвестиций инвестора, это совокупность ценных бумаг разного вида, принадлежащая одному инвестору и управляемая как единое целое.

Вообще-то, все инвесторы — менее успешные и более успешные — отличаются друг от друга только тем, что они включили в свой инвестиционный портфель, как часто они меняют состав инвестиционного портфеля и какими соображениями они при этом пользуются. В зависимости от структуры и состава инвестиционного портфеля у разных инвесторов и получаются разные показатели риска и доходности. Вот сейчас мы и посмотрим, какой у нас есть выбор.

Финансисты за последние 200 лет создали множество финансовых и инвестиционных инструментов. И эти инструменты

продолжают возникать и сегодня, пытливые умы создают все новые и новые. Не так давно, в 2008–2009 годах, потерпел крах один из очень сложных финансовых инструментов — дефолтные кредитные свопы. Тогда обрушение этого инструмента привело к мировому финансовому кризису. Сейчас, в начале 2018 года, набирает силу криптовалюта, в частности — биткоин. Возможно, дело кончится тоже крахом.

С радостью хочу сообщить, что нам с вами не надо будет разбираться с большим числом существующих сложных инвестиционных инструментов. Нам совершенно не нужны для реализации наших целей ни фьючерсы, ни опционы, нам не надо учиться коротким продажам или понимать, что такое кредитные свопы, нам даже не обязательно знать, что такое margin account, и я бы посоветовал вам вообще не пользоваться займами, хотя бы на первых порах. А ведь вам предложат взять заем на хороших условиях! Не берите, не советую!

У нас ведь нет задачи потерять свои деньги? Поэтому мы не будем просиживать ночи напролет у компьютера, наблюдая графики изменения цены на ту или иную ценную бумагу, строя линии сопротивления и линии поддержки, рассматривая 200-дневные и 50-дневные скользящие средние. Нам эта премудрость абсолютно не нужна, если нашей целью не является потеря денег. А у нас нет такой цели, не правда ли?

Нам нужно просто-напросто сохранить и приумножить наши накопления, чтобы реализовать наши инвестиционные цели. Поэтому нам, по счастью, не нужен весь тот огромный набор инструментов, которые существуют сегодня, и нам не нужны сложная математика и постоянные суетные хлопоты по поводу происходящего на бирже. Нам нужны только несколько инструментов. И они достаточно просты для понимания. Вот они:

- акции;
- облигации;
- недвижимость;
- наличные денежные средства;
- товарные активы (золото).

Вот и все наши основные инструменты, которые надо изучить, чтобы умело ими пользоваться.

Ну и еще. Из вышеперечисленных инструментов можно и нужно составлять наборы. И о них нам тоже надо будет серьезно поговорить. Можно, например, иметь дело — чаще всего именно с ними и имеет дело инвестор, — не с акциями одной какой-то компании, а с набором акций разных компаний. Также могут быть наборы облигаций или наборы разной недвижимости. Иногда, и довольно часто, инвестор покупает не акции сами по себе, а целый набор акций или набор облигаций. Я буду называть такие наборы «НЦБ» — наборы ценных бумаг. Сразу скажу, что этот термин — НЦБ — я придумал сам. Этот термин не употребляется в литературе по инвестированию. Но он удобен для понимания, как мне кажется. Некоторые НЦБ называются индексами. Другие НЦБ могут называться иначе или вообще не иметь специального названия.

Но оставим пока НЦБ в стороне. Нам надо сначала разобраться с исходными инструментами, из которых эти наборы строятся.

Здесь возникает проблема изложения материала. Возьмем, например, акции. С одной стороны, любой человек, даже новичок, для которого главным образом и написана эта книга, что-то знает об акциях. С другой стороны, если пытаться очень глубоко изложить все об акциях, то это будет отдельная книжка. И, наконец, об акциях многое можно найти в интернете. По запросу «акция, ценная бумага» Google выдает 122 тысячи статей. То же самое касается и облигаций, и других инвестиционных инструментов. Поэтому давайте поступим следующим образом: здесь будут кратко изложены основные и далеко не полные сведения по каждому инструменту. Этого изложения будет достаточно для понимания того, о чем пойдет речь дальше. Кто захочет углубить свои познания, может самостоятельно почитать материалы в интернете. А тот, кому об этих инструментах уже и так все известно, может просто пропустить эту главу.

Шаг 18. ОБЛИГАЦИИ

Главными объектами нашей инвестиционной деятельности будут являться два типа ценных бумаг: акции (Shares, Stocks) и облигации (Bonds). Их надо как следует изучить. Начнем с облигаций. Облигации (Obligatio на латыни означает «обязательство») дают определенный, заранее известный годовой доход (Coupon) и фиксируют срок гашения (Maturity Day) — дату, когда вам будет возвращены деньги в объеме номинала каждой облигации. Облигации дают инвестору возможность работать с умеренным риском инвестиций, хотя приносят чаще всего относительно невысокую доходность. Давайте разберем более подробно суть этой ценной бумаги.

Прежде всего, облигация — это эмиссионная ценная бумага. У каждой облигации есть эмитент — лицо, ее выпустившее. С этой точки зрения облигации можно подразделить на государственные (Treasury Bonds), муниципальные (Municipal Bonds) и корпоративные (Corporate Bonds) — в соответствии с тем, кто эту облигацию выпустил (эмитировал). У облигации есть номинал. Обычно номинал равен 100, 1000 или 10000 долларов, если облигация номинирована в долларах. Эмитент — тот, кто выпустил облигацию, — продает ее всем желающим на аукционе (там есть определенные ограничения по объему инвестиций для участия в аукционе). Таким образом, продав пакет однородных облигаций, эмитент получает от покупателей определенную сумму в долг. Ведь на этой облигации указано, что такой-то (скажем, правительство США или фирма Procter & Gamble) обязуется по этой облигации выплатить (погасить облигацию), скажем, в 2028 году \$100. По сути дела, облигация представляет

для эмитента способ занять деньги без обращения за кредитом в банк. Давайте рассмотрим это на примере.

Допустим, работники финансового отдела крупной корпорации XYZ задумались над такой проблемой. Для развития производства корпорации им необходимы 100 миллионов долларов на 10 лет. Они рассчитали, что через 10 лет корпорация получит отдачу от этого проекта и сможет вернуть кредиторам занятые у них деньги. Кроме того, фирма может без проблем платить кредиторам ежегодно по 3 миллиона за этот кредит.

Для финансирования данного проекта финансисты корпорации могут пойти в банк за кредитом. Но чем занимается банк? Он, упрощенно говоря, принимает вклады населения под проценты, аккумулирует полученные средства и выдает эти деньги в кредит разным организациям и людям. Выдает уже под больший процент, чтобы покрыть свои расходы и получить прибыль. У корпорации может возникнуть идея обратиться непосредственно к тем людям, которые обычно несут деньги в банк, чтобы они дали свои деньги фирме напрямую, минуя банк. Корпорация может решить, что сама найдет этих мелких вкладчиков, которые под процент дадут им в долг, и нет нужды обращаться в банк. При этом корпорация дает таким инвесторам преимущество более высокого процента, чем тот, который вкладчики получают в банке. Сама корпорация тоже внакладе не останется, ведь в банке ей дадут кредит под более высокий процент, чем банк платит вкладчикам по депозиту. Скажем, если банки принимают вклады под 1–1,5 % годовых, а кредит выдают под 4–5 %, то прямое заимствование корпорацией у частных вкладчиков по 2,5–3 % выгодно обеим сторонам.

Второе преимущество для инвесторов, которые купили облигации, по сравнению с банковским вкладом — возможность в любой момент продать эту облигацию на бирже, не дожидаясь даты гашения облигации. В то время как в банке возврат срочного вклада до даты его окончания обычно сопряжен с разными штрафами или другими потерями для вкладчика.

Итак, корпорация решила проделать работу банка самостоятельно — собрать деньги с мелких вкладчиков. Для этого

она выпускает 1 миллион облигаций по 100 долларов каждая. На каждой такой облигации указано, что корпорация XYZ обязуется вернуть, скажем, 1 мая 2028 года каждому владельцу этой бумаги 100 долларов. Кроме того, указано, что 1 мая каждого года с 2019 по 2028 включительно корпорация будет выплачивать по 3 доллара владельцу каждой облигации.

Этот способ занять деньги, кроме прямой выгоды в процентах, часто еще и проще для корпорации, чем обращение в банк. Например, в отличие от банковского кредита, в этом случае чаще всего не надо передавать имущество в залог для обеспечения выполнения своих обязательств по займу.

Но затраты для корпорации возникают и в случае выпуска облигаций тоже. Дело в том, что продать 1 миллион облигаций — это довольно хлопотная и отдельная работа. Кроме того, законодательство требует, чтоб перед выпуском облигаций был изготовлен проспект эмиссии этих облигаций (информационный проспект) — документ, где подробно расписано об этом выпуске облигаций все. Этот проспект должен быть утвержден денежными властями страны, проверившими, что все написанное в нем полно, достоверно и соответствует действующему законодательству. Все это делается для защиты частного инвестора, который покупает облигации (беда только в том, что в большинстве случаев этот частный инвестор не читает информационный проспект).

Короче говоря, вся эта работа — подготовка эмиссии, ее регистрация и работа по продаже облигаций — обычно доверяется специальной организации, работающей на рынке ценных бумаг. Эта деятельность называется андеррайтингом (underwriting). Организации-андеррайтеру корпорация — эмитент облигаций платит за работу. Но иногда расходы эмитента оказываются, тем не менее, меньше, чем в случае с банковским займом. Надо сказать, что часто организации-андеррайтеры еще больше облегчают жизнь для эмитента облигаций, передавая ему всю сумму от размещения всего пакета облигаций в первый же день. Эта услуга называется «твердое обязательство» (firm commitment). За нее тоже придется заплатить. Но зато андеррайтер берет все

риски размещения на себя. Он сам выкупает у фирмы-эмитента весь пакет облигаций в первый же день эмиссии и затем уже самостоятельно размещает их на бирже для продажи.

Для нас, как частных инвесторов, в России есть только один альтернативный облигации вариант размещения денег под твердый процент с возвратом суммы в заранее определенный срок — банковский вклад. А если сравнивать риски банковского вклада и риск приобретения облигаций, то в обоих случаях наш риск — это риск невыполнения обязательств тем лицом, кому мы ссудили деньги. Давайте обсудим риски покупки облигаций подробнее.

Риски

Итак, облигация — это обязательство. Даже два обязательства. Обязательство платить купонный доход и обязательство в определенный срок вернуть сумму. Проблема с любым обязательством состоит в том, что оно может быть не исполнено. Эта ситуация называется дефолтом, отказом выполнять обещанное. Такое иногда бывает. Что происходит в случае дефолта эмитента? Надо понимать два обстоятельства.

1. Сам дефолт не означает, что обязательство прекратилось. Мы можем потребовать, в том числе — через суд, чтобы эмитент все же выполнил то, что обещал. Поэтому после объявления дефолта начинается довольно неприятная, но необходимая процедура урегулирования отношений. Иногда это происходит в суде. Суд, как правило, подтверждает справедливость требований держателей облигаций. И теперь уже в дело вступят судебные исполнители, которые принудят заемщика выполнить то, что он обещал при выпуске облигаций. Это хорошая новость. Но есть новость и похуже.
2. Каждый эмитент (как и вообще каждое лицо, действующее в экономике, физическое лицо или фирма) может ответить по своим обязательствам только тем, что у него есть. Если совокупность всех его обязательств и долгов

превышает объем имеющихся у него активов, то должник признается банкротом, вступает в силу внешнее управление его активами, при котором все активы продаются и полученные денежные средства делятся пропорционально между всеми, кому эмитент задолжал. Например, если у эмитента долги составляют только и именно 100 миллионов долларов, которые он задолжал при выпуске облигаций, а при реализации его имущества удалось собрать только 80 миллионов долларов, то все обязательства будут удовлетворены только на 80 %. И если у вас было, скажем, 10 облигаций по 100 долларов, в которые вы вложили таким образом 1000 долларов, то вам при разделе имущества эмитента достанется не 1000, а только 800 долларов.

Понимание этих двух важных фактов вынуждает стороны (эмитента с одной стороны и держателей облигаций — с другой) в случае дефолта искать компромисс. Иногда им удается договориться на продление срока гашения облигаций на каких-то условиях. Например, выплата купона производится в прежнем объеме, но гашение облигаций переносится на более поздний год, чем был установлен вначале. Но бывает и так, что держатели облигаций соглашаются списать часть долга и получить меньшую сумму, чем это указано в номинале облигации. Условия соглашения могут быть абсолютно разными. Это дело переговоров.

Здесь надо сказать, что дефолт эмитента — это все же относительно редкое событие. Особенно для финансово стабильных эмитентов. В подавляющем большинстве случаев эмитент выполняет свои обязательства. Но мы с вами, как разумные инвесторы, заинтересованы в том, чтобы по возможности если не исключить полностью, то свести к ничтожной величине вероятность плохого исхода. Чтобы быть уверенным в отсутствии проблем с облигациями, можно изучить эмитента, разобраться с его финансовым положением, убедиться, что проблем с выполнением обязательств не будет.

В случае, если эмитентом облигаций является не корпорация, а государство, ситуация для инвесторов упрощается. Государство

не может ликвидироваться. Оно будет существовать всегда. Поэтому, даже если оно объявляет дефолт, ему некуда «спрятаться» от обоснованных требований держателей облигаций.

Есть простой способ оценки эмитента. Чтобы неискушенный инвестор понимал риск той или иной облигации, существуют рейтинги дефолта эмитента (РДЭ), которые присваиваются эмитенту специальными рейтинговыми агентствами и показывают, насколько можно быть уверенным в надежности выполнения этим эмитентом своих кредитных обязательств (в частности, обязательств по облигациям). В рейтинговом агентстве специалисты уже проделали работу по оценке финансового состояния эмитента, и по значению его РДЭ мы можем судить о надежности данного эмитента. Наиболее известными и уважаемыми в мире являются три рейтинговых агентства: Fitch, Standard and Poors, Moody's.

Агентство Fitch, например, начинает свой рейтинг с самого высокого «наивысший уровень кредитоспособности», который имеет обозначение «AAA», затем идут «Очень высокая кредитоспособность — AA» и «Высокая кредитоспособность — A», затем — «Хорошая кредитоспособность — BBB». До этого рейтинга включительно все эмитенты, ими обладающие, относятся к инвестиционному классу. Значит, по мнению составителей рейтинга, облигации всех этих эмитентов можно покупать, особо не опасаясь дефолта.

Все, что ниже, относится к спекулятивной категории облигаций, их еще иногда называют «мусорными облигациями». Они, по мнению специалистов агентства, имеют определенный или значительный риск дефолта. BB — «спекулятивный рейтинг». B — «в высокой степени спекулятивный рейтинг». CCC — «существенный кредитный риск». CC — «очень высокие уровни кредитного риска». C — «исключительно высокие уровни кредитного риска».

Ниже рейтинга BBB облигации покупать, как правило, не рекомендуют. Но, как всегда, в жизни бывает много нюансов, о которых мы сейчас говорить не будем, это отдельная и большая тема. Обычно в списке облигаций наряду с другими показателями

указывается и рейтинг, поэтому ориентироваться инвестору довольно просто. Однако, кроме рейтинга, неплохо еще и самостоятельно проверить финансовую устойчивость эмитента — фирмы, выпустившей облигацию. Принципы анализа финансовых показателей корпораций будут нами изучены при анализе акций корпораций в Главе 4. Они одинаковы и для акций, и для облигаций, поскольку вы изучаете саму фирму, которая выпустила ценную бумагу, ее надежность и финансовое благополучие, а не ценную бумагу как таковую.

Информация об облигациях

Если вы захотите купить облигации, вам надо более полно познакомиться с информацией, которую вы можете получить о той или иной облигации. Ваш брокер предоставит множество необходимых вам данных.

Например, рассмотрим облигацию эмитента Goldman Sachs Group Inc. со сроком гашения 29 октября 2020 года. Нам будет предоставлена очень подробная информация. Мы увидим следующее.

Цена, по которой эта облигация сейчас продается на бирже — 100,50 долларов. Здесь мне хотелось бы обратить внимание на два момента. Первое: после того как эмитент выпустил облигацию (и собрал деньги для финансирования своего проекта), облигации начинают жить своей отдельной жизнью. Облигации можно продать и купить на бирже. И второе: цена, по которой она сегодня продается, не обязательно равна ее номинальной стоимости (той стоимости, которая была объявлена при ее выпуске — 100 долларов). Цена эта все время меняется в зависимости от того, как рынок оценивает на сегодняшний день надежность эмитента, от того, какие сегодня есть другие варианты для доходного вложения денег, и от множества других причин. Коротко говоря, цена облигации определяется спросом и предложением. Как бы то ни было, мы видим, что сегодня данные облигации торгуются по 100 долларов 50 центов за одну штуку.

Купон (Coupon — ежегодная выплата, которая объявлена эмитентом при ее выпуске) составляет 6 % от номинала облигации.

Это значит, что эмитент платит вам 6 долларов ежегодно вплоть до погашения облигации.

Однако, поскольку сегодня вы можете купить эту облигацию не по номиналу, а по 100,50, то ваша доходность будет ниже (поскольку вы вкладываете при покупке большую чем номинал сумму, а доход остается прежним — 6 долларов). Вас интересует, каков же при этом будет ваш годовой доход. Эта цифра для вашего удобства уже рассчитана и также предоставляется инвестору. Таких значений доходности даже два. Первое значение — это ежегодный доход на ваш вложенный капитал. Он называется текущий годовой доход (Current Yield). В нашем случае он равен 5,97 %. То есть, купив эти облигации по текущей цене, вы будете получать ежегодно 5,97 % на вложенную вами сумму. Рассчитывается этот доход очень просто — надо 6 долларов ежегодного дохода по облигации разделить на текущую цену облигации 100,50.

Но есть еще и второе значение. Оно называется доходность к погашению (Yield to Maturity). В нашем случае доходность к погашению составляет 5,899 %. Она показывает, какой средний доход вы будете иметь, если дождетесь погашения облигации, а не продадите ее раньше.

Дата гашения этих облигаций (Maturity Date) также указана — 29 октября 2020 года.

Почему же доходность к погашению оказалась ниже, чем текущий годовой доход? Дело в том, что вы не получите при гашении всех денег, которые вы вложите сегодня при покупке облигаций. Ведь вы купите сегодня облигации (если решите их купить) по 100,50 долларов за штуку, а гасить эмитент будет каждую облигацию по номиналу, по 100 долларов. Поэтому при гашении вы получите убыток, который равен разнице между тем, что вы вложили и что получили при гашении облигации по номиналу (50 центов убытка с каждой облигации). И если разбросать эти ваши потери на весь период от сегодняшнего числа до даты гашения облигаций, то вы получите среднегодовые потери, которые надо вычесть из вашего годового дохода, чтоб правильно рассчитать вашу доходность в этом случае. Все

эти расчеты уже произведены, и вам представлен результат — ваша среднегодовая доходность, если вы будете держать облигацию до погашения, составит 5,889 % годовых на вложенную вами сумму.

Если же вы решите продать эти облигации на бирже раньше даты их гашения, то заранее рассчитать вашу доходность от владения ими невозможно. Может быть, на момент вашей продажи биржевая цена на эти облигации будет выше, чем та цена, по которой вы их купили. Например, 101 доллар за штуку. Тогда вы не только не потеряете при продаже исходную вложенную вами сумму, но, наоборот, получите при продаже «премию» в размере 50 центов за каждую облигацию. Эта премия будет вашей добавкой к текущей прибыли. А если в момент продажи цена будет, скажем, 99,50 доллара, то вы при продаже на каждой облигации будете терять 1 доллар. В любом случае, вы будете видеть биржевую цену всех имеющихся у вас облигаций и сможете сделать правильный выбор.

Отмечу весьма разумную при работе с облигациями стратегию «Buy and hold to the Maturity» — купи и держи до гашения. Ведь набор облигаций в нашем инвестиционном портфеле служит приданию устойчивости нашим инвестициям, регулярности и прогнозируемости получения прибыли. Стабильность получения дохода можно обеспечить, если мы заранее знаем ежегодную доходность наших вложений. Именно стратегия «Buy and hold to the Maturity» позволяет по каждому пакету одинаковых облигаций рассчитать эту доходность. Надо умножить процент «Yield to Maturity» на ту сумму, которую мы вложили в пакет данных облигаций при покупке. В результате мы получим среднегодовой доход в долларах от наших вложений в этот пакет облигаций. Сделав эту работу для всех пакетов облигаций в нашем портфеле, мы получим общую среднегодовую доходность наших вложений во все облигации нашего портфеля. Облигационная часть нашего портфеля дает при такой стратегии обоснованный, прогнозируемый, стабильный доход. Если же вдруг какие-то чрезвычайные обстоятельства заставят нас срочно искать деньги или какие-то другие обстоятельства заставят вас думать о досрочной продаже облигаций, то мы можем

в этой ситуации отступить от нашего принципа «Buy and hold to the Maturity» и, проанализировав текущие биржевые цены на облигации в нашем портфеле, решить, какие из облигаций можно продать досрочно, не нанося вреда доходности нашего портфеля.

Вернемся, однако, к показателям по облигации. Мы видим рейтинг эмитента, выставленный агентством Fitch (Fitch Ratings). Он равен «А», что значит «Высокая кредитоспособность». Мы можем не опасаться дефолта эмитента (по мнению специалистов агентства Fitch).

Также нам предоставляется информация о том, с какой периодичностью будет выплачиваться купонный доход (Coupon Payment Frequency — частота выплат купона). Дело в том, что при эмиссии облигаций эмитент указывает, будет ли он платить купон один раз в год в какую-то дату все 6 долларов на каждую облигацию (annual), либо два раза в год по 3 доллара (semiannual), либо 4 раза в год по 1,50 доллара (quarterly). Именно последний случай мы видим у данной облигации.

Указано также, к какому типу эмитентов относится эмитент данной облигации (Type). В нашем случае это корпорация (Corporate).

И еще один параметр. Он называется Callable, что можно перевести как «Отзывная ли?» Дело в том, что при эмиссии эмитент может указать, что если он захочет (и сможет) погасить облигации раньше указанного срока, то он имеет право это сделать. Такая облигация называется отзывной. Это обстоятельство не нанесет нам прямого ущерба, поскольку эмитент выплатит нам весь обещанный доход за время фактического владения и вернет исходную сумму, но только это произойдет раньше, чем мы рассчитывали. Однако косвенно ущерб все же может возникнуть. Он может состоять в том, что после возврата суммы мы не сумеем ее разместить вновь столь же доходно и надежно, как это было вначале. Однако в нашем случае параметр Callable имеет значение «No», следовательно, эту облигацию эмитент не имеет права погасить раньше объявленной даты.

First Coupon Date указывает, когда в первый раз был выплачен купон по данным облигациям, в данном случае это произошло 29 января 2011 года.

Еще один важный аспект состоит в том, что про облигации надо понять — что происходит с купонным доходом, если вы вступили во владение облигацией где-то в середине срока между купонными выплатами? Рассмотрим ситуацию на примере. Допустим, процент по облигации — 4 %. Допустим, купон платится два раза в год: 15 июня и 15 декабря каждого года. То есть, по каждой облигации (\$100 номиналом) выплаты составляют по 2 доллара в каждую из указанных дат. Допустим, вы приобрели пакет из 200 облигаций 10 февраля. Какую купонную выплату вы получите при очередной выплате купона 15 июня? Если бы вы владели этим пакетом облигации с 15 декабря прошлого года, то вам бы выплатили 200 облигаций $\times$ 2 доллара = 400 долларов. Но вы стали обладателем пакета только 10 февраля. Поэтому вы получите только долю от этих 400 долларов пропорционально времени владения по отношению ко всему полугодовому периоду между купонными выплатами. А остальную часть получит ваш предшественник, тот, кто владел этими облигациями до 10 февраля. Таким образом, можно продавать и покупать облигации в любой день, когда вы это решили, не оглядываясь на даты купонных выплат. Вы получите все равно свою честную долю дохода, когда бы даты выплат ни были определены. Другими словами, купонный доход набегает вам за каждый день вашего владения облигацией. Интересно, что с дивидендами по акциям дело обстоит иначе.

Ну вот, теперь, когда мы разобрались с купонными облигациями, надо отметить, что бывают еще и бескупонные облигации. Они менее распространены, чем купонные, но о них тоже надо знать. Часто это государственные облигации с коротким — до года — сроком гашения (Treasury Bills). По бескупонным облигациям эмитент не выплачивает купоны вообще. Просто облигация гасится в объявленную в дату гашения по номиналу. Доход для держателя такой облигации получается из разницы между ценой приобретения (цена приобретения в этом случае

всегда ниже номинала) и номиналом, который держатель облигации получит однократно в дату ее гашения. Например, сегодня бескупонная облигация правительства Танзании с датой гашения ровно через 6 месяцев торгуется по 97 долларов на бирже. Если вы ее купите, то через полгода правительство Танзании выплатит вам за нее 100 долларов. И вы за 6 месяцев заработаете на ней 3 доллара. Для такой бескупонной облигации также можно рассчитать ее среднегодовую доходность к погашению. В данном случае получается около 6 долларов в год, что составит $6/97 \times 100\% = 6,18\%$ годовых. Существенное отличие в этом случае состоит в том, что вы не будете получать регулярные выплаты по этой облигации. Весь ваш доход свалится на вас только в дату гашения. Если же вы не будете ждать до гашения, то ваш доход — это разница между ценой приобретения облигации и ценой ее продажи.

И, пожалуй, последнее, что хочу сказать об облигациях. Существуют еще и разнообразные гибриды. Например, конвертируемые облигации. Их выпускают только корпорации. Они дают право держателю облигации конвертировать (превратить) ее по заранее объявленной цене (цена конвертации) в акции этой же корпорации. Для инвесторов этот вид облигаций может быть полезен в том случае, например, когда вы не полностью уверены, что готовы купить акции этой фирмы, и хотели бы понаблюдать год-два, как у нее пойдут дела. Тогда, купив ее конвертируемые облигации и зафиксировав цену конвертации, вы можете эти год-два получать твердый купонный доход. А по результатам наблюдений в будущем решить, хотите вы конвертировать свои облигации в акции или оставить все как есть.

Шаг 19. **АКЦИИ**

Акции возникли тогда же, когда возникли акционерные общества. А акционерные общества возникли в начале XVII века в виде морских торговых предприятий Голландской Ост-Индской и Английской Ост-Индской компаний. Еще на два века раньше возник прообраз акционерных обществ в Генуе — Банк святого Георгия.

Зачем были нужны акционерные общества и, соответственно, акции?

Акционерные общества возникли естественным образом в процессе развития капитализма. Их предшественниками были товарищества. Товарищества объединяли нескольких совладельцев бизнеса, которые знали друг друга и были профессионалами в их общем деле. Вести бизнес в таком сообществе единомышленников было удобно. Проблема возникла, когда потребовалось привлечь очень большие капиталы, которые требовались для очень больших бизнесов — например, для освоения колоний, строительства железных дорог, а впоследствии и для других целей, которые выдвигали научно-технический прогресс и развитие капиталистического производства.

Огромные капиталы можно было привлечь только объединением денежных средств большого числа людей. При этом становилось очевидно, что большое число совладельцев такого предприятия будут заведомо неспециалистами в деле. Следовательно, возникла необходимость отделить собственно специалистов, управляющих бизнесом людей, менеджеров, от большого числа владельцев бизнеса — акционеров. Это достигалось тем, что акционеры собирались на собрание, чтобы оценить успехи

и проблемы бизнеса, только раз в году (в экстраординарных случаях — по необходимости). На этих собраниях они могли поменять руководство акционерного общества, назначить других менеджеров, если дела шли плохо. Но в течение года акционеры, которые не были специалистами в деле, не могли вмешиваться в бизнес компании. В течение года менеджерам никто не мешал вести дело.

Другая проблема состоит в том, что когда совладельцев бизнеса много, то кто-то постоянно хочет продать свою долю (свой пай) в деле и выйти из числа совладельцев. Здесь отличие акционерного общества от товарищества проявляется очень ярко. Акционер, не являясь специалистом в бизнесе, долей в котором он владеет, не может глубоко оценить состояние дел. Поэтому иногда малейшего повода достаточно для пессимизма такого акционера-неспециалиста. Как дать возможность совладельцу выйти из дела, не создавая этим проблем для самого бизнеса? Решение было найдено в оформлении права собственности в виде ценной бумаги (такое превращение договора между сторонами в ценную бумагу называется секьюритизацией, от слова Security — ценная бумага).

Права собственности на долю в компании стали оформляться в виде акций — специальных ценных бумаг, которые фиксировали право ее держателя на долю его участия в бизнесе. Все акции данной компании равны между собой по стоимости, и каждая из них дает одинаковые права ее владельцу. Люди могут покупать акции пакетами по несколько штук. Соответственно, все права у держателей акций оказываются пропорциональны числу акций в пакете. Каждый владелец акций может в любой момент продать свою акцию (акции) другому лицу по любой цене по их взаимному соглашению. Таким образом, смена владельцев акций никак не нарушает сам бизнес компании. Возникает как бы два относительно независимых процесса: один — сам бизнес компании, которым управляют наемные менеджеры, другой — ежедневный процесс купли-продажи акций этой компании на бирже, в результате которого постоянно меняется состав владельцев компании и также постоянно меняется цена акций данной фирмы.

В товариществе дела в этом отношении обстоят существенно сложнее. Совладельцы бизнеса в товариществе обычно внимательно оберегают свой состав профессионалов от «чужака». Поэтому, когда кто-то из совладельцев бизнеса решает покинуть ряды его собственников, начинается довольно сложная и длительная процедура. Эта процедура заранее прописана в Уставе товарищества. Часто выходящий участник должен сначала предложить остающимся товарищам заплатить ему определенную сумму за его долю. Если товарищи соглашаются на его предложение, сделка производится. Если они отказываются, выходящий товарищ имеет право предложить выкупить свою долю по заявленной цене любому третьему лицу. Для выплаты требуемой суммы — в случае согласия товарищей на выкуп — им дается определенный в Уставе довольно значительный срок. Как мы видим, в случае товарищества стать участником компании или прекратить быть участником довольно сложно.

В случае же акционерного общества эта процедура становится предельно простой. Она сводится к обычной купле-продаже акций на бирже, и по простоте она равносильна покупке любого товара. Как всегда бывает в жизни, эта простота достигается за счет какого-то другого ущерба. В данном случае таких ущербов два.

Первый: собственники-неспециалисты оказываются не в состоянии контролировать наемных менеджеров-специалистов на уровне глубокого понимания сути бизнеса компании. Поэтому подчас менеджеры не выглядят и не воспринимают сами себя как наемные работники на службе акционеров — владельцев бизнеса, а наоборот, собственники-акционеры оказываются подчинены решениям не всегда добросовестных менеджеров, которые (например) ставят условием продолжения своей работы все более непомерные требования к зарплатам и бонусам, либо (другая беда) видят свою цель не в добросовестной работе на благо компании, а в «раскрутке» себя, чтоб можно было легче «продать» бренд своего раскрученного имени другой фирме по более высокой цене. В обоих случаях проблема в том, что цели менеджеров не полностью совпадают с целями существования

и развития компании. Эта проблема решается только одним способом — кропотливым поиском или выращиванием внутри компании добросовестных и компетентных менеджеров.

Другая проблема — большое число акционеров, многие из которых мало разбираются в бизнесе компании. Такие акционеры подвержены слухам и случайным настроениям, они то впадают в состояние неоправданной эйфории по поводу дел в компании и не замечают негативных тенденций в ее бизнесе, то впадают в столь же неоправданную депрессию, увидев лишь незначительные недостатки в ее работе. Такие инвесторы склонны часто совершать покупки и продажи, отдавая предпочтение акциям других компаний, которые являются в данный момент биржевыми фаворитами. Но затем быстро разочаровываясь и в них по малейшему поводу. А кроме того, публичный характер сделок на бирже, возможность постоянно следить за изменениями цены акций, привлекает миллионы спекулянтов, которые вообще мало интересуются реальным состоянием дел в компании, смотрят лишь за поведением цены акций, стремясь вовремя купить акции на их росте и вскоре продать, чтобы заработать на разнице цен. Эти люди не могут быть названы инвесторами (хотя иногда их так называют), они могут выигрывать, могут проигрывать, но при этом они очень существенно (из-за большой численности публики этого сорта) раскачивают цены: усиливают подъем цены, когда она идет вверх (поскольку стараются купить акции на их росте); усиливают падение цены, когда она идет вниз (поскольку продают на снижении цены, боясь уйти в убытки). Все эти явления приводят к тому, что колебания цен акций на бирже часто не соответствуют их реальной, разумной стоимости, определяемой сутью и состоянием бизнеса, а существенно отличаются от нее в большую или меньшую сторону. Разумному инвестору это открывает большие возможности, поскольку иногда возникают ситуации, когда акции можно купить по существенно заниженной цене. Мы будем разбирать эти возможности в дальнейшем. Но первое, что нужно сделать — это убить спекулянта в самом себе. Не покупать акции, когда они растут, а покупать их, когда они имеют низкую цену. Это очень сложно сделать психологически.

Теперь мы готовы к постановке такого вопроса: «Что дает инвестору владение акциями в сравнении с владением облигациями?» Разберем этот вопрос.

Во-первых, акция дает право на дивиденд — часть прибыли, которая по результатам года может распределяться между акционерами. Дивиденд платится либо раз в год, либо раз в полгода, либо раз в квартал. Но! Размер дивиденда, как и само решение, выплачивать ли его, — это дело компании. Компания может посчитать, что ее экономические успехи недостаточны для выплаты дивидендов, или решить, что образовавшуюся прибыль лучше пустить на развитие компании, а не на выплату дивидендов. Многие компании вообще не платят дивидендов. Другие платят, но не регулярно. Третьи платят, но в размере меньшем, чем можно получить в виде процентов (купонов) по облигациям. Но есть и такие компании, которые платят дивиденд регулярно и в объеме (в процентном отношении к цене их акций) не меньшем, чем можно получить по надежным облигациям. Таким образом, дивиденд по акциям чем-то похож на выплату купонов по облигациям, но он не так стабилен, может и не выплачиваться, и часто, даже если он выплачивается, он может снижаться, и повышаться, и быть меньше процента по надежным облигациям. Казалось бы, здесь имеется преимущество облигаций перед акциями. Но не будем торопиться с выводами.

Во-вторых, акции дают возможность участвовать в управлении корпорацией. Такого права у владельцев облигаций нет: владельцы облигаций дали компании деньги в долг под фиксированный процент. Это обстоятельство отнюдь не делает их совладельцами бизнеса. Поэтому владельцы облигаций никогда не имеют прав управления компанией. Владельцы же акций такое право имеют. Но на деле это право сводится к возможности участия в годовом собрании акционеров, где акционер голосует по всем вопросам повестки дня. Однако если у вас имеется «лишь» несколько сотен или даже несколько тысяч акций компании из сотен миллионов общего объема выпущенных компанией акций, у вас нет реального шанса повлиять на решения собрания, которое голосует по принципу «одна акция — один

голос». Кажется, что здесь тоже нет больших преимуществ перед облигациями. Формальное право голоса у акционера есть, но для мелкого держателя акций оно иллюзорно.

В-третьих, у акционера есть право на получения своей доли в имуществе компании при ее ликвидации. Здесь тоже можно проследить некоторую аналогию с владением облигациями. Владелец облигаций знает, что ему вернут в определенный срок (*Maturity Day*) всю сумму, соответствующую номиналу облигации. В случае владения акциями такой определенности нет. Фирма создается не на срок, а — вообще говоря — навсегда. Бизнес по своей природе может длиться вечно. И в реальности существуют компании, которым уже более века. Поэтому акционер, будучи совладельцем фирмы, может не дожидаться ее ликвидации никогда. И это как раз хороший вариант. Ликвидируются именно компании, находящиеся в плачевном состоянии. Хорошей фирме незачем ликвидироваться. Поэтому в данном отношении — по поводу получения назад инвестированного капитала — тоже ситуация выглядит на первый взгляд не очень хорошо в сравнении с облигациями.

После всего сказанного у многих может возникнуть естественный вопрос, зачем вообще разумному инвестору покупать акции, когда есть облигации, дающие постоянный, заранее известный фиксированный доход?

В жизни, как это часто бывает, все гораздо сложнее. Именно акции дают инвестору возможность получать высокий доход от своих инвестиций. Нам предстоит в этом серьезно разобраться в этой книжке. И первый «подход к снаряду» будет сделан прямо сейчас. Поэтому не будем торопиться, а продолжим рассматривать свойства акций.

Акцию можно в любой момент продать (впрочем, как и облигацию). И это позволит вам вернуть какую-то сумму вместо той, которую вы вложили в эту акцию при покупке. Эта сумма может быть и больше, и меньше первоначально вложенной вами суммы. И вот, именно это свойство акций так привлекает инвесторов и спекулянтов. Хороший бизнес растет в цене! То же происходит с ценой акций успешной фирмы!

Несколько примеров, чтобы было понятно, о каких цифрах может иногда идти речь. Одна тысяча долларов, вложенная в конце 1989 года в покупку акций компании **Dell Computer**, к концу 1999 года (через 10 лет) превратились в 890 тысяч долларов! Да, произошел рост в 890 раз!

Если вы вложили в конце 1989 ту же сумму 1 тысячу долларов в акции сети магазинов **Home Depot** (материалы для строительства и ремонта), то через 10 лет вы стали владельцем состояния 37 тысяч долларов (рост в 37 раз).

Вложения в акции фирмы **Microsoft** дали бы вам за эти же 10 лет рост в 96 раз. Из той же одной тысячи долларов получаются 96 тысяч долларов.

Акции Berkshire Hathaway (BKR-A) за 37 лет с мая 1980 года до настоящего времени (2018) выросли в цене в 787 раз (с 320 до 251860 долларов за штуку). Это 19,5 % среднего роста цены ежегодно.

Вот почему сотни миллионов людей на планете гадают, кто будет через 10 лет таким победителем, в кого вложить сегодня свои пару тысяч долларов? Мы не будем гадать. Наша идея состоит в том, чтобы покупать акции разных, но обязательно хороших компаний.

Шаг 20. **ГЛАВНЫЙ СЕКРЕТ ИНВЕСТИРОВАНИЯ**

Возможно, самая главная идея, которую надо усвоить любому рациональному инвестору, и, может быть, самая главная мысль этой книги состоит в том, что если купить акцию хорошей компании и держать ее долго, то либо вы будете получать от нее постоянные дивиденды в размере большем, чем дают купоны по облигациям, либо цена акции обязательно и существенно вырастет. Либо произойдет и то, и другое вместе. ПРАКТИЧЕСКИ БЕЗ ВАРИАНТОВ! Цена может вырасти больше или меньше, но она обязательно будет расти на длинных интервалах времени, если компания постоянно имеет прибыль. Вот такая замечательная новость.

Тут сразу возникают вопросы. Откуда уверенность, что будет именно так? И что значит: «хорошая компания»?

Хорошая компания — это компания, которая стабильно получает прибыль. А совсем замечательно, если прибыль ее год от года еще и растет. А уверенность возникает потому, что у акций компании, которая получает стабильную прибыль, нет других вариантов, кроме как расти в цене на длинных интервалах времени.

Что такое длинные интервалы? Не менее трех-пяти лет, но лучше десять лет и более.

Почему нет других вариантов? Для ответа на этот вопрос надо рассмотреть, что может компания делать с полученной прибылью. Если фирма стабильно получает прибыль, то куда эта прибыль может расходоваться?

Вариантов немного. Направлений использования прибыли только три:

- выплата дивидендов;
- обратный выкуп фирмой своих акций на рынке;
- сохранение прибыли в самой компании с целью использования ее для развития бизнеса.

Выплата дивидендов — это понятно. В этом случае акционер сразу и непосредственно получает доход. Причем, если прибыль у фирмы возникает постоянно, то и доход акционера получается постоянным.

Что такое обратный выкуп (buyback) акций, и зачем он нужен? Тут ответ подлиннее. Фирма может вместо выплаты дивидендов своим акционерам сделать им подарок в виде увеличения ценности каждой акции, которые у них на руках. Для этого фирма выкупает с рынка собственные акции (фирме не запрещено покупать и продавать свои собственные акции, она, как и любое другое лицо, может торговать на бирже, в том числе — собственными акциями). После такого выкупа в свободном обращении акций становится меньше, а доля каждой оставшейся в обращении акции в общем капитале компании — больше.

Например, если на начало года акций в свободном обращении у данной компании было 10 миллионов штук, и вы владели 10 акциями, то вы были участником бизнеса фирмы на одну миллионную долю. Если в процессе обратного выкупа фирма купила на рынке за текущий год 1 миллион своих акций, то в свободном обращении на рынке осталось только 9 миллионов штук акций. И вы с вашими 10 акциями теперь уже владеете одной девяти-соттысячной частью бизнеса, что на 11 % больше того, что у вас было в начале года. Вы увеличили свою долю участия в фирме. Кроме того, поскольку акций на рынке стало обращаться на 10 % меньше, чем год назад, то, при условии, что спрос на них не изменился, цена акций возрастет (в соответствии с экономическим законом спроса-предложения). Вы, как владелец акций фирмы, почувствуете это в виде прироста текущей цены акций этой компании и, соответственно, в виде увеличения текущей стоимости всего вашего инвестиционного портфеля.

Теперь еще вопрос: зачем эти сложности, если фирма может порадовать акционеров, просто выплатив им дивиденды

наличными? Дело в том, что при выплате дивидендов возникает двойное налогообложение. Сначала необходимо уплатить налог на прибыль, который фирма заплатит при получении прибыли еще до того, как решит выплатить дивиденды. Но при выплате дивидендов каждый из акционеров получает доход, а с него по закону нужно уплатить подоходный налог (в данном случае — налог на дивиденды). Вот и получается, что, прежде чем 1 доллар заработанной фирмой прибыли попадет в карман ее акционера, с него дважды снимут налог. В случае обратного выкупа акций налог на прибыль фирме придется заплатить точно так же, а вот налога на дивиденды не будет, поскольку не будет и самих дивидендов.

Итак, первые два способа распределения прибыли — дивиденды и buyback — являются разными способами отдать — частично или полностью — заработанное фирмой ее акционерам. Но фирма может принять решение полностью или частично оставить прибыль у себя и направить ее на развитие бизнеса: на покупку нового оборудования, на приобретение патентов и товарных знаков, на поглощение других компаний (выкуп их акций, полностью или частично).

Что лучше, что выбрать: выплачивать заработанное своим владельцам-акционерам или оставлять прибыль в компании (в этом случае она называется «нераспределенная прибыль»)?

Компания существует для акционеров. Именно цель акционеров — получение максимального дохода — должна являться основной целью деятельности компании. Если компанией управляют честные и компетентные менеджеры, то так и происходит. (К сожалению, не все менеджеры ведут себя так, но это вопрос нашего выбора компании. Как выбрать компанию с «правильными» менеджерами, мы обсудим в дальнейшем.) С позиции акционера вопрос о том, что лучше — передавать прибыль акционерам в той или иной форме или оставлять ее на развитие, сводится к вопросу: сумеет фирма распорядиться прибылью для увеличения будущего дохода акционеров лучше, чем акционеры распорядятся этими деньгами сами, инвестировав полученные в виде дивидендов средства

на рынке, купив на эти дивиденды акции какой-то другой компании?

Действительно, если акционеры получают дивиденды от фирмы, они будут инвестировать их в акции этой же или другой компании (напомню, мы говорим о «третьих» деньгах, которые инвестор не тратит на текущее потребление). Кто же лучше распорядится деньгами: акционеры, вложив их в какой-то другой бизнес, или сама фирма, направив их на развитие бизнеса, которое принесет акционерам более высокий доход в будущем?

Бывает по-разному. Если у фирмы есть прекрасные идеи, которые помогут развить бизнес и получить отдачу на каждый вложенный доллар выше, чем это могут делать конкуренты или вообще какие-то другие компании на рынке, если отдача от этих вложений в самой компании будет не только выше среднерыночной, но и выше отдачи тех лучших фирм, на покупку акций которых инвесторы могли бы направить полученные дивиденды, значит, надо (в интересах акционеров) оставить прибыль в фирме и не распределять ее между акционерами. Если же у компании нет таких высокодоходных инвестиционных идей, то лучше отдать деньги акционерам, чтоб они инвестировали их самостоятельно.

Подведем итоги наших рассуждений.

Если прибыль выплачивается в виде дивидендов или тратится полностью на обратный выкуп своих акций с рынка, то акционеры фирмы или получают деньги в виде дивиденда, или получают нереализованную прибыль от роста цены акций в связи с уменьшением общего числа обращающихся на рынке акций (buyback). Если же фирма оставляет прибыль в своем распоряжении и пускает ее на развитие, то со временем фирма за счет этого увеличится в размерах и будет производить больше прибыли. Рынок (биржевая общественность) не может не отреагировать на увеличение объемов компании и объема получаемой прибыли увеличением цены акций фирмы.

Рассмотрим это на примере. Допустим, фирма представляет собой сеть магазинов по продаже, скажем, офисных товаров.

Допустим, фирма имеет устойчивую прибыль. Сегодня сеть магазинов состоит из 100 магазинов по всей стране. Допустим, у фирмы выпущено 10 миллионов акций, каждая из которых стоит сегодня 20 долларов. Таким образом, все акции фирмы — вся фирма в целом — стоят сегодня 200 миллионов долларов. А поскольку магазинов в сети, принадлежащей фирме, 100 штук, то каждый магазин стоит в среднем 2 миллиона долларов. Далее, фирма ежегодно получает прибыль в размере 20 миллионов долларов (по 2 доллара на каждую выпущенную акцию). Получается, что в среднем один магазин приносит фирме по 200 тысяч долларов прибыли в год.

Фирма решила развивать свою сеть и довести число магазинов до 200 через пять лет. Для этой цели фирма оставляет всю прибыль у себя, и на эти деньги открывает новые магазины. Если все планы будут реализованы, то через 5 лет в сети будет уже 200 магазинов. Если каждый из магазинов стоит столько же — 2 миллиона долларов, то, поскольку теперь магазинов уже 200, а не 100, то общее имущество фирмы увеличилось. Его стало теперь 400 миллионов долларов. А поскольку акций по-прежнему 10 миллионов штук, то теперь на каждую акцию приходится уже 40, а не 20 долларов имущества.

Далее, если каждый магазин делает столько же прибыли, что и 5 лет назад — 200 тысяч долларов в год, но теперь магазинов не 100, а 200, то общая прибыль сети составляет теперь 40 миллионов в год, а это получается уже по 4 доллара на каждую акцию.

Может ли при всех этих изменениях, при таком росте сети, цена акции все еще оставаться 20 долларов? Я думаю, нет. Имущество у фирмы в пересчете на каждую акцию теперь удвоилось. Но, самое главное, сейчас фирма зарабатывает на каждую акцию ежегодно вдвое большую прибыль, чем 5 лет назад. Если бы цена акции оставалась 20 долларов, то, купив такую акцию, инвестор получал бы 20 % годовой прибыли ежегодно на вложенные им в покупку акции деньги. Ясно, что число желающих получать такую аномально высокую прибыль будет велико. Значит, многие начнут покупать эти акции. И их цена начнет расти.

Увидев рост цены этой акции, спекулянты также бросятся покупать эти акции. И цена начнет расти еще сильнее.

Аналитики инвестиционных фирм тоже обратят внимание на эту фирму и начнут внимательно изучать состояние дел компании. Они увидят, что сеть магазинов фирмы уверенно увеличивается в размерах, что общая прибыль фирмы постоянно растет, и они выставят рекомендацию «Покупать!» для этих акций. Увидев такую рекомендацию, инвесторы еще уверенней будут скупать акции фирмы, поскольку они видят и рост цены этих акций, и рекомендацию покупки со стороны инвестиционных специалистов. Все это поднимет цену акций фирмы существенно.

Вот почему, если фирма оставляет прибыль у себя, не распределяет ее между акционерами, то зачастую это оказывается для акционеров существенно более выгодно, чем просто получить дивиденды.

Но это все справедливо при одном важном условии. Надо, чтобы руководство распорядилось прибылью умело и рачительно, не растратило ее понапрасну, а вложило в реальное развитие. Нам еще предстоит понять, как определить этот факт (или его отсутствие) по финансовым показателям деятельности компании.

А сейчас хотелось бы сделать очень важное замечание, один принципиальный вывод из рассмотрения поведения цены акции на бирже. Мы обнаружили еще одну, очень важную причину, почему стоит вкладывать средства в акции надолго. Дело в том, что при этом мы переходим от одной игры — биржевой спекуляции, к другой игре — к долгосрочному инвестированию. А эти две игры имеют совершенно разную природу. Разберем это!

Когда вы покупаете и продаете акции на коротких интервалах (часы, день, неделя, месяц), то за такой период не успевают еще накопиться и проявиться существенные изменения в бизнесе фирмы, с акциями которой вы имеете дело. В приведенном выше примере фирма еще не успеет открыть дополнительные 100 магазинов. И даже одного магазина не успеет открыть.

Однако цена акции все равно постоянно, ежедневно и ежечасно меняется. Положительные и отрицательные новости о фирме, об отрасли и о рынке в целом, которые постоянно приходят, влияют на настроения участников рынка, меняют соотношение спроса и предложения, а следовательно, меняют и ее цену. Вы можете попробовать «поймать момент» — купить дешево и продать подороже. Это будет спекуляция. Но примите во внимание, что вы играете всегда с каким-то своим коллегой. Когда вы покупаете акции, вам кто-то продал акции. Когда вы продаете, у вас кто-то купил. И вы, и ваш контрагент, совершая эти — противоположные — действия, оба надеетесь выиграть. Кому-то это удастся, другому — нет. В математике такие игры называются играми с нулевой суммой. Выигрыш одного игрока равен проигрышу другого. В сумме выигрыш обоих равен нулю. Удастся ли вам (или мне) все время или хотя бы чаще выигрывать, чем проигрывать в такой ситуации? Относительно себя я уверен, что нет. Всегда найдутся более искушенные, более профессиональные, более информированные игроки, чем я. И эти ребята в целом будут меня обыгрывать. Хотя в конкретной ситуации, один, два или несколько раз мне может повезти. Но это не должно меня радовать по большому счету, поскольку я уверен, что в целом я проиграю. Вот почему я и не играю в эти игры, не спекулирую. Это — как в казино. Бывает, что выигрываешь, но в целом — проигрываешь точно.

Когда же вы купили акции на 10–15 лет, то вы выходите из «казино» сразу в момент покупки акций. «Казино» продолжает жить своей активной и нервной жизнью, а вы в этой жизни не участвуете. Вы стали акционером компании. Вы теперь интересуетесь тем, как идут дела у вашей фирмы. Вы живете в роли совладельца фирмы очень длительный период времени. Теоретически — всегда. Бывает, что в один печальный момент вы начнете замечать, что бизнес вашей компании начал портиться. Если такое сомнение закрадывается в вашу голову, проанализируйте внимательно состояние дел и, если сомнения подтвердятся, продайте акции. Но теперь они с очень большой вероятностью будут стоить уже гораздо дороже, чем при покупке. Про-

сто потому, что фирма долгие годы получала прибыль и развивалась. И теперь она гораздо больше и гораздо прибыльнее, чем была 10–15 лет назад.

Вы не играли в игры с нулевой суммой, где выигрыш одного означает такой же проигрыш кого-то другого. Вы участвовали в бизнесе, который устойчиво приносил вам прибыль, в котором все его хозяева — владельцы акций — год за годом получали прибыль. И цена такого бизнеса просто не могла не расти. Потому что бизнес стабильной компании связан с получением прибыли. Так устроена экономика: производство продукции или услуг связано с получением прибыли. Если и можно назвать наши действия игрой, то это игра постоянно в нашу пользу, нам постоянно достается прибыль от фирмы, акциями которой мы владеем. Компания работает на нас. Подумайте об этом еще раз. Это ключ к стабильному и успешному долговременному инвестированию с разумным уровнем риска. Мы не играем в рискованную и азартную игру «кто кого». Мы выбираем инвестиции вместо спекуляции потому, что это более надежно, это предсказуемо на больших интервалах времени. Цена акций стабильно прибыльной фирмы через 15 лет тоже будет ежедневно колебаться. Но она будет колебаться относительно совершенно других, гораздо более высоких значений.

Сейчас мы поняли очень важную вещь. Мы поняли, почему акции хорошей, стабильно зарабатывающей прибыль фирмы в долговременном плане будут расти в цене. Посмотрите снова на график цены акций фирм, тикеры которых (**JNJ**, **KR**, **EFX** или индекса S&P 500) мы обсуждали на Шаге 13. Проверьте еще много других акций тех компаний, которые получают стабильную прибыль. Зайдите на сайт finance.yahoo.com. Посмотрите на график цены акций таких стабильных компаний на максимально возможном интервале времени (выбрав Max над графиком цены акции). Какие хорошие, стабильно работающие фирмы вы можете назвать? Facebook? Google (Alphabet)? Amazon? Microsoft? Hershey? MasterCard? VISA? Booking? Home Depot? Walt Disney? Boeing? 3M? FedEx? Oracle? McDonald's? Starbucks? Посмотрите на графики цен акций этих компаний на сайте

finance.yahoo.com. Все графики будут чем-то похожи: на интервалах в 10-15 лет — рост в несколько раз.

Но не думайте, пожалуйста, что всегда только так и будет. Посмотрите, например, график цены акций компании Ford Motor (тикер F). Там картинка по-другому выглядит. Но мы же говорили «хорошие компании, имеющие стабильную прибыль». Это ключевые слова.

Шаг 21. **НЕДВИЖИМОСТЬ**

В России сложно работать с недвижимостью как с инвестиционным ресурсом, поскольку этот ресурс, говоря по-научному, у нас не секьюритизирован (не превращен в ценные бумаги). Не бойтесь, пожалуйста, этого длинного и трудного слова. Вспомните, на Шаге 19 мы обсуждали, как товарищества превратились в акционерные общества путем выпуска ценных бумаг — акций. Так вот, в России не создан пока механизм превращения владения недвижимостью во владение ценными бумагами.

В России пока инвестиции в недвижимость воспринимаются как прямое владение инвестором площадями в зданиях, либо самими зданиями, или/и землей, которые приносят инвестору доход. Например, имея в собственности квартиру и сдавая ее в аренду, можно получать доход. То же самое в случае владения торговыми или офисными площадями.

Однако такое прямое владение сопряжено с рядом работ и затрат по поддержанию имущества в должном порядке (проведение ремонтов, страхование, обеспечение безопасности арендаторов) и управлению (подбор и заключение договоров с арендаторами, решение споров, в том числе — в судебном порядке). Короче говоря, такая деятельность не может считаться портфельным инвестированием. Это бизнес, а не инвестиции.

Кроме того, в нашей стране есть устойчивые мифы о недвижимости. Обсудим их.

В России многие до сих пор считают, что именно недвижимость является лучшим и наиболее надежным способом инвестирования, который обладает при этом еще и высоким уров-

нем доходности. И часто именно в нее люди вкладывают все свои свободные, а иногда и заемные средства. Такая политика, на мой взгляд, является довольно рискованной. Давайте рассмотрим факты.

Данные о динамике цены на недвижимость в России довольно противоречивы. Дело в том, что здесь, в отличие от цен биржевых товаров и ценных бумаг, существуют значительные разбросы в цене на аналогичную недвижимость. И среднюю цену, и ее динамику по годам вычислить довольно затруднительно. Но некоторые аналитики отмечают, что рублевые цены за 10 лет с 2006 по 2016 выросли примерно на 35 %. Это 3 % в год (накопленным итогом), что существенно ниже инфляции в России за эти годы.

Не соответствует действительности и распространенное мнение, что цена на недвижимость пусть медленно, но всегда только растет. Вот пример обратного движения цены в 2015–2017 годах:

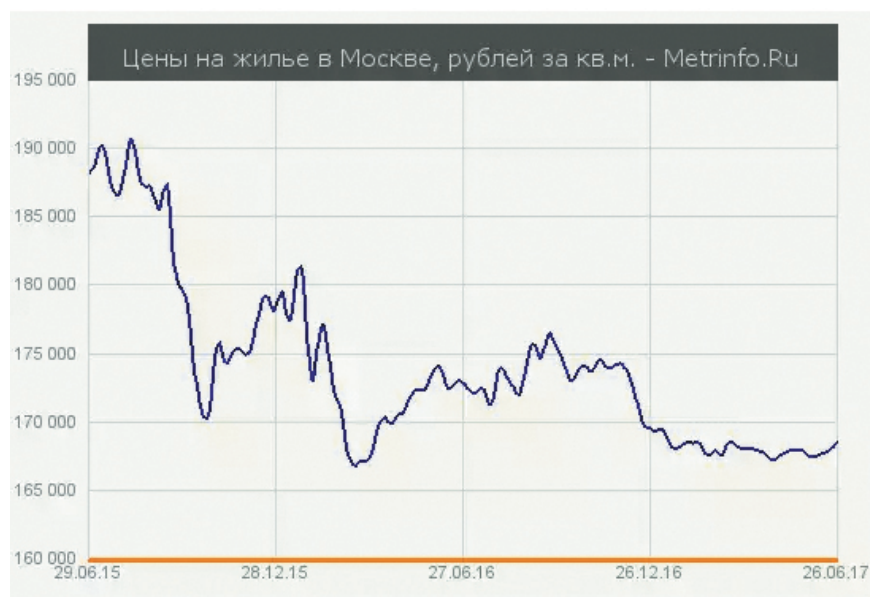


График 2.2. Цены на жилье в России в 2015–2017 гг.

Источник: <http://www.irn.ru/gd/>

Тем не менее, недвижимость может приносить арендный доход, то есть давать инвестору относительно стабильную прибыль.

Еще одной, не самой радостной особенностью недвижимости является ее низкая ликвидность. Если вы решите избавиться от своей недвижимости, то это будет и дольше, и сложнее, чем избавиться от акций или облигаций. Кроме того, вы никогда не уверены, продали ли вы свою недвижимость по «правильной» цене, в отличие от ценных бумаг. Ориентиры здесь весьма приблизительны.

Также неприятной особенностью является то, что в недвижимость в России надо вкладываться большими объемами денежных средств, которые не у всех есть.

За рубежом — в частности, в США, — есть инструмент, который позволяет работать с недвижимостью, избегая почти всех перечисленных выше неудобств. Это REIT (Real Estate Investment Trust). REIT — это акционерное общество, которое привлекает деньги выпуском своих акций, а вкладывает привлеченные средства в коммерческую недвижимость. Таким образом, работа с недвижимостью секьюритизирована, превращена в работу с ценными бумагами. REITs бывают разными по направлениям: одни приобретают торговые центры, другие — офисные здания, третьи — врачебные офисы, четвертые — специальные дома для престарелых, пятые — складские помещения, и так далее. Затем эти объекты сдаются в аренду, ими управляет профессиональный штат специалистов. Доходы от аренды после покрытия всех необходимых затрат идут на выплату дивидендов акционерам REIT, либо — частично — очень редко — на расширение бизнеса. В США по закону не менее 90 % от вырученных средств REIT должно выплачиваться в виде дивиденда акционерам. Поскольку доходы почти полностью распределяются между акционерами, то часто REIT является высокодивидендной компанией. Размеры дивидендов на каждую акцию по отношению к цене акций являются относительно высокими. Зато цена акций REIT либо вообще не растет, либо растет незначительно, поскольку объем недвижимости в распоряжении REIT часто бывает неизменен.

REIT лишен почти всех неудобств для инвестора, которые мы обсуждали выше. Здесь можно вложить в недвижимость неболь-

шие средства, купив всего несколько акций. Можно быстро продать акции на бирже. И всегда имеются котировки акций каждого REIT на бирже. Таким образом, инвестор всегда знает однозначную сегодняшнюю цену своих инвестиций.

Но в России такая форма пока не существует, к сожалению. Вместо этого в России есть ПИФН — паевые инвестиционные фонды недвижимости, которые обладают рядом особенностей, существенно снижающих область их применения. Во-первых, они по закону не являются юридическими лицами. Для управления ими создается управляющая компания (либо управлять может банк или страховая компания). Кроме того, они могут существовать только ограниченное время (до 15 лет). Дивиденды не могут распределяться до конца существования фонда. Все эти ограничения не создают условий для активного использования ПИФН в качестве инвестиционного инструмента частного инвестора.

Мое личное мнение, которое совершенно не следует воспринимать как рекомендацию, состоит в том, что если вы располагаете значительными средствами и если вы имеете склонность заниматься недвижимостью в России, то имеет смысл выделить эту деятельность как особое направление вашего бизнеса, а не портфельных инвестиций. Дело в том, что эта работа, в отличие от портфельных инвестиций, требует постоянных внимания и заботы, как и любой бизнес. Вам надо внимательно изучить местоположение вашей недвижимости (три правила вложений в недвижимость, как известно: location, location and location). Хорошо бы купить коммерческую недвижимость на этапе котлована, когда она стоит подешевле. Или построить объект самостоятельно. Потом надо заботиться о поддержании его в хорошем состоянии и постоянно работать с арендаторами. Короче, это все хлопотное дело. Как и любой бизнес. Если же у вас не лежит к этому душа, то я бы предложил вообще не связываться с этим видом инвестиций, если вы работаете в России.

Особенно стоит несколько раз подумать и посчитать, прежде чем покупать в качестве инвестиций квартиру. Часто люди делают это по принципу: пусть будет, квартира мне никогда не помешает, а пока буду сдавать в аренду. Я думаю, что это неверная

мысль. Не стоит смешивать свою частную жизнь с инвестициями. Вы всегда должны понимать, что вы делаете. Если вы покупаете квартиру для своей жизни — это одно, а если вы покупаете для инвестиций — это совсем другое. В первом случае вам должна нравиться квартира. Во втором она должна приносить вам достойный доход в сравнении с другими возможностями размещения ваших средств. И финансировать ту или иную покупку следует из разных средств, личную недвижимость не следует покупать за счет инвестиционного фонда семьи.

Но в любом случае, я бы не стал считать прямое владение недвижимостью в России и извлечение дохода от такого владения портфельными инвестициями. Это ваш бизнес. В США можно купить акции REIT и владеть недвижимостью через этот инструмент на уровне портфельных инвестиций. Особенностью этих акций является высокий дивиденд и полное отсутствие (либо низкий рост) цены. Каждый должен сам решить, нужен ему такой инструмент в портфеле или нет. Есть люди, которые предпочитают получать каждый год доход именно в денежной форме на свой счет. Тогда они чувствуют себя уверенно. Им подходят вложения в REIT. Но в такой форме вложения возможны, к сожалению, пока только за рубежом.

Шаг 22. НАЛИЧНЫЕ

Под словом «наличные» инвесторы обычно понимают не только купюры в сейфе или безналичные деньги на текущем счете в надежном банке, хотя и их тоже, но и другие инструменты, которые приносят некоторый, пусть скромный, доход, и при этом их можно быстро превратить в наличные в самом прямом смысле этого слова. Поэтому обычно говорят не о наличных деньгах, а о высоколиквидных активах. Часто их и называют не наличными, а «ликвидностью» (Liquidity). И даже когда употребляют слово «наличные» (Cash), то часто имеют в виду все же ликвидные активы.

Какие возможности ликвидных активов доступны нам для использования в инвестиционных целях? Выбор следующий.

- Короткие депозиты (до полугода) в надежных банках (договор должен давать возможность досрочного снятия, пусть без начисления процентов);
- Государственные ценные бумаги с короткими сроками гашения. В США имеются казначейские векселя, называются Treasury Bills, которые представляют собой, по сути, краткосрочные бескупонные облигации. В России могут использоваться ОФЗ;
- Долговые обязательства (облигации, векселя) надежных корпораций с короткими сроками гашения;
- Паевые инвестиционные фонды (ПИФы) денежного рынка в России или Money Market Mutual Funds — в США.

Мы сейчас не будем обсуждать суть каждого из этих инструментов, их сравнительную доходность (она в любом случае доста-

точно скромная), и не будем также обсуждать, как распределить выделенную вами сумму, которую вы желаете иметь в ликвидной форме, между разными вышеперечисленными инструментами. Распределение ваших ликвидных активов существенно зависит от ваших инвестиционных целей, от вашего инвестиционного плана и от имеющихся на тот или иной момент возможностей разных инструментов.

Для начинающего инвестора, чтобы не уходить далеко в отдельную (не сильно связанную с основной задачей инвестирования) тему высоколиквидных активов, предложу очень простое решение. Разделите всю сумму на две части. Одну держите в наличных, другую в коротких банковских депозитах в надежном банке (банках).

Обсудим более подробно другие вопросы, связанные с наличными.

Для чего вам наличные в составе портфеля?

Я бы назвал две основные цели:

— «Подушка безопасности». Обычно советуют иметь столько средств, сколько вам понадобится на 6 месяцев вашей жизни, то есть, 6 месячных бюджетов семьи. Это деньги для решения внезапно возникших экстренных проблем — потеря работы, крах вашего основного бизнеса, болезнь, требующая срочных денег, и тому подобные проблемы, которые могут возникнуть неожиданно.

— Деньги на покупку активов, когда подвернется отличная возможность для такой покупки.

Время от времени появляются отличные возможности для покупки. К сожалению, почти всегда эти возможности внешне выглядят как очень плачевная ситуация на рынке. Например, в конце 2014 года, когда фондовый рынок России сильно упал, отличные, по моему мнению, еврооблигации Сбербанка (2023 года гашения), у которых номинальная доходность к погашению была 5,4 %, продавались по 0,65 от номинала. Это давало потенциальному покупателю более 8 % среднегодовой доходности к погашению в долларах, причем на довольно долгий

срок — более 8 лет. Прекрасное, на мой взгляд, соотношение доходности и надежности. Если у инвестора были в это время деньги для покупки, то он мог совершить отличную сделку. Вот для этого могут потребоваться наличные.

Какую долю от объема своего портфеля следует хранить в наличных?

С точки зрения возможности срочной покупки хороших активов по хорошей цене обычно предлагают хранить от 5 до 15 % портфеля. Однако чтобы денежные средства обеспечивали обе цели — и подушку безопасности, и возможность экстренной покупки активов, — стоит рассчитать обе величины, сравнить их и принять окончательное решение.

В какой валюте держать наличные?

Часть надо хранить в той валюте, в которой вы тратите. Если вы живете в России, то это рубли. Другую часть надо хранить в той валюте или тех валютах, которым вы больше доверяете. Если это тоже рубль, то, получается, у вас все наличные будут в рублях. Если это, скажем, доллар США, то у вас будут наличные в двух валютах.

Если у вас две или больше валют, то вам надо определить пропорции между ними. Здесь вам лучше принять самостоятельное решение. Колебания валют относительно друг друга на периодах в несколько (3–5–7) лет — мало прогнозируемы, на мой взгляд. Поэтому любой советчик оказывается ничем не лучше вас самого в этом отношении, поскольку ни вы, ни он просто не сможете обоснованно спрогнозировать эффективность вложений в ту или иную валюту. Тут дело переходит в разряд интуиции и веры. А раз так, то лучше уж вам принять решение самостоятельно.

Долг

В этой теме имеет смысл затронуть также и вопрос займа, который, по сути, является наличными со знаком минус. Заем — это не активы, а пассивы. Заем надо вычитать из объема вашего имущества, чтобы определить размер ваших чистых активов.

Инвестору нетрудно получить заем у брокера. Если вы инвестируете, если у вас есть инвестиционный портфель, то ваш брокер часто согласен, а иногда и предложит вам открыть так называемый margin account (маржинальный счет). И вы сможете в любой момент, не оформляя отдельного кредитного договора, совершать до определенной границы (Margin) покупки ценных бумаг на сумму, превышающую остаток денежных средств на вашем счете, то есть в долг. Этот долг является, по сути дела, «отрицательными наличными». Вы должны будете вернуть эти занятые вами деньги, и должны платить за этот заем проценты. Такая возможность кажется очень удобной. Не надо только соблазняться этим удобством. Долг — это всегда большая ответственность. Поэтому я бы посоветовал придерживаться трех правил:

1. Вообще не брать займы без необходимости.
2. Вообще не брать займы в первые годы вашей инвестиционной деятельности.
3. Не брать более 15 % от объема вашего портфеля ни в коем случае (несмотря на то, что вам дадут гораздо больше).

Первая причина, по которой я советую быть очень осторожным с займом, состоит в страшных словах Margin Call. Дело в том, что предельное значение величины займа, который вам дадут под обеспечение вашего портфеля ценных бумаг, зависит от объема этих ценных бумаг в вашем портфеле.

Например, ваш брокер предоставляет вам заем в размере не более 80 % от объема ваших ценных бумаг под 2 % годовых. Объем определяется по биржевым ценам ваших ценных бумаг. Но цены эти постоянно меняются. Например, у вас портфель сегодня стоит 10 тысяч долларов. Ваш брокер готов дать вам до 8 тысяч займа под залог бумаг в вашем портфеле. Вы взяли эти 8 тысяч и купили еще бумаг.

Сначала все шло очень хорошо. Вам эти дополнительные 8 тысяч, вложенные, скажем, в акции, два года подряд приносили по 5 % прибыли. Вы были очень довольны. Ведь за эти два года вы заработали на кредите 800 долларов (2 года $\times$ 5 % $\times$ 8000 долларов), а брокеру за пользование кредитом отдали только 320 долларов

(2 года $\times$ 2 % $\times$ 8000 долларов). Итого вы заработали 480 долларов, не вложив своих денег ни цента, исключительно на заемных деньгах. Замечательно! Это называется кредитное плечо. Кроме того, что вы зарабатывали в эти два года, скажем, те же 5 % на свои инвестиции (10000 долларов $\times$ 5 % $\times$ 2 года = 1000 долларов), вы заработали еще 480 долларов на заемных средствах. Итого ваш среднегодовой доход составил 740 долларов, что составляет уже не 5 % годовых, которые вы зарабатываете на своих деньгах, а 7,4 % годовых от объема вложенных вами денег. Вы почти в полтора раза увеличили свою доходность.

Однако всегда есть какое-то «но». Время от времени случаются биржевые крахи. Так было и так будет. И вот, скажем, случился такой крах. И стоимость вашего портфеля просела на 15 %. Ваши ценные бумаги теперь стоят не 18 тысяч долларов, а только 15300 (предположим, что доход предыдущих лет вы постоянно снимали). Ваш брокер срочно вас уведомляет, что теперь ваш заем уже не соответствует 80 % от стоимости ваших бумаг в портфеле. И требует срочно внести на счет еще 2700 тысяч долларов. А у вас нет этих 2700 тысяч. Тогда брокер требует срочно продать ваши бумаги из портфеля и погасить заем. Причем, если вы этого не сделаете, он вправе сделать это сам. Он распродает ваш портфель по сегодняшним невыгодным ценам (рынок просел!), закрывает ваш долг перед собой, а вам оставляет то, что у вас осталось. Не утомляя вас расчетами, скажу, что у вас в этом случае останется бумаг на 12 134 доллара и долга на 4824, то есть собственных средств — за вычетом долга — только 7310 долларов вместо 10000, которые были вначале. Вы потеряли 2690 долларов, гораздо больше, чем заработали в предыдущие два года на этом займе (800 долларов). А ведь это был еще не настоящий кризис. Так, небольшая просадка на 15 %. В кризис, когда снижение цен будет процентов 50, вы можете остаться вообще без активов.

Тут самое неприятное состоит в том, что вы не можете переждать снижение цен, ваш брокер не даст вам дожидаться, чтобы цены восстановились. Вы должны срочно вернуть наличные займодавцу. И в этом состоит вторая причина, почему я советую быть очень осторожным с займом под залог портфеля. Для

займодавца такая схема является практически безрисковой. Он в любом случае получит назад свой заем и свои проценты. Весь риск колебаний рынка ложится исключительно на заемщика. И колебания рынка очень дорого ему обходятся.

В случае же, когда у вас нет займов, а, наоборот, есть наличные, в период кризиса вы можете не только не продавать бумаги по невыгодным для вас низким ценам, а, наоборот, можете купить еще по привлекательным ценам в период их просадки.

Шаг 23. **ЗОЛОТО**

В самом низу морского судна или — даже чаще — в его киле устанавливается груз, который называется балластом. Балласт, казалось бы, является бесполезной нагрузкой, понапрасну уменьшающей массу полезного груза, которую может взять судно. Зачем же его устанавливают?

Это делается для увеличения устойчивости судна — его способности противостоять внешним силам, вызывающим его крен. Волнам и ветрам труднее опрокинуть судно именно из-за того, что балласт, установленный гораздо ниже центра тяжести, при наклоне судна вызывает силовой момент, возвращающий судно обратно в положение равновесия, то есть в вертикальное положение.

С совершенно аналогичной целью в инвестиционный портфель обычно включают золото.

Золото является, пожалуй, единственным активом в инвестиционном портфеле, который не генерирует прибыль по самой своей природе. Все остальные активы обладают свойствами, которые позволяют инвестору обоснованно ожидать получения прибыли от владения ими. Облигации формируют регулярный купонный доход. Коммерческая недвижимость генерирует доход от аренды. Акции, являясь формой участия в бизнесе, генерируют прибыль от бизнеса для своих владельцев. Даже наличные, являясь по сути размещением в короткие займы, генерируют небольшой доход от такого размещения (за исключением той части, которая лежит у вас в чистом резерве, не принося дохода). А вот золото, казалось бы, лежит «мертвым грузом». Совершенно аналогично балласту. Оно не может обещать стабильного дохода. Его цена может как повышаться, так и понижаться.

Конечно, исторически, в целом на больших интервалах времени мы наблюдаем рост цены золота. Но это, казалось бы, не обусловлено какими-то глубинными, свойственными ему особенностями. Золото — это ведь просто товар, один из многих. Конечно, как любой товар, золото является инфляционно защищенным. Ведь инфляция — это рост цены всех товаров. И золото — не исключение, его цена тоже растет в связи с инфляцией. Но любопытно отметить, что золото по некоторым причинам растет в цене все же более высокими темпами, чем инфляция. Например, инфляция в США за прошлые 100 лет составляла в среднем около 3 % в год. А золото росло за ту же сотню лет в среднем в долларах на 4,8 % в год. Если же брать период с 1973 (год, когда произошел полный отказ от золотого стандарта) по 2017 годы, то среднегодовой рост цены золота был еще выше — 5,85 %.

На графике внизу — динамика цены золота в долларах за 1 унцию.



График 2.3. Динамика цены золота

Причина, по которой рост цены золота превышает инфляцию, по-видимому, состоит в том, что у золота, кроме его использования в ювелирной промышленности и электронике, есть и дру-

гие постоянные активные потребители. Центральные банки разных стран частично формируют свои резервы в золоте (наряду с основными мировыми торговыми валютами). Иногда в золоте фиксируют сделки в международных контрактах. Частные обладатели больших состояний также не минуют золото, имеют его в составе своих инвестиционных портфелей. Поэтому спрос на золото не снижается. На него всегда рассчитывают финансовые институты и крупные частные инвесторы в качестве «последнего средства» в случае глобальной финансовой катастрофы, к краю которой время от времени близко подходит наш мир.

Разговор о золоте и смысле его включения в инвестиционный портфель может быть очень долгим, поскольку разговор о золоте обязательно перейдет в разговор о деньгах вообще, а это очень большая и серьезная тема, которая касается основ экономики. Но мы свернем этот разговор, поскольку он далек от нашей чисто практической цели: обеспечить свою финансовую независимость путем инвестиций.

Поэтому поставим более простой вопрос: каковы цели включения такого актива, как золото, в ваш инвестиционный портфель?

Цели три:

1. Выровнять ваш портфель в периоды большой инфляции и/или девальвации основной валюты ваших вложений. Золото, являясь стабильным товарным активом, зачастую дорожает в периоды инфляции и/или девальвации валюты. По крайней мере, его цена не подвержена падению в периоды серьезных инфляций или девальваций, когда другие активы в это время могут снижаться в цене. Поэтому в эти периоды за счет золота ваш портфель останется более стабильным.
2. В периоды биржевых кризисов, когда акции сильно падают в цене, золото обычно растет — или, по крайней мере, не снижается в цене. Таким образом, оно, подобно балласту на киле судна, придает остойчивость вашему портфелю в периоды биржевых кризисов.

3. Не стоит забывать и о функции «последнего средства» в периоды исторических катастроф. Художественная литература полна наблюдений, когда в тяжелых жизненных обстоятельствах, например, в период Гражданской войны в нашей стране, люди буквально выживали благодаря тому, что у них было золото.

Во всех перечисленных смыслах золото является хорошим стабилизатором вашего портфеля инвестиций.

Сколько золота должно быть в инвестиционном портфеле?

Называют разные цифры. До 25 % от величины портфеля и даже до трети всего портфеля. Надо иметь в виду, что при довольно сильной волатильности (колеблемости) золото на длинных промежутках времени в несколько десятилетий растет в последнее время (после полного отказа от золотого стандарта в 1973 году) в среднем примерно на 5–6 % годовых (в долларах, без поправки на инфляцию — то есть, в номинальных ценах). С одной стороны, эта цифра позволяет покрыть инфляцию, но существенного заработка сверх инфляции она, скорее всего, не даст. Да и не в этом состоит смысл включения золота в портфель. Я лично придерживаюсь правила, что золота в портфеле должно быть от 5 до 10 процентов. Однако выбор конкретной цифры — индивидуальное дело каждого инвестора. Это зависит от терпимости к риску конкретного инвестора, от его инвестиционных целей, а также от его возраста.

Еще один важный вопрос: какое золото покупать?

Существует по меньшей мере три способа включить золото в портфель:

— Купить физическое золото в монетах или слитках. При этом надо иметь в виду, что у нас в стране золотые монеты не облагаются НДС, а слитки — облагаются. Поэтому, когда вы покупаете слиток, то надо сразу понимать, что при его продаже вы потеряете 18 % его стоимости (НДС), которую вы при покупке платите дополнительно к его цене в качестве налога. Этот налог на покупку золота (или других драгметаллов) существует не во всех странах. В России вы не платите НДС в случае покупки золотых монет. Но в монетах каждый грамм золота обойдется

вам немного дороже, чем в слитках. Возникают при покупке физического золота также и затраты по его надежному хранению. То есть, проблемы с покупкой физического металла реально существуют.

— Можно избежать многих проблем, если открыть в банке обезличенный металлический счет. Банки открывают такие счета в золоте, серебре, платине, палладии. При открытии счета и покупке обезличенного золота у вас на счете появляется какое-то число грамм золота. Металлические счета (так называются банковские счета в драгметаллах) не облагаются НДС. В договоре золотого счета обычно пишут, что вы можете по требованию получить равное по весу физическое золото в любой момент. Однако этот пункт договора вызывает у меня большие сомнения. По России у меня данных нет, но в мире, по подсчетам специалистов, открыто золотых счетов на объем золота, примерно в 10 раз превышающий все запасы этого металла на планете. Понятно, что в случае единовременного предъявления всеми владельцами счетов требований на выдачу физического золота, они просто не могут быть удовлетворены. Это обстоятельство создает определенный риск получения физического золота в случае паники или серьезного кризиса. А ведь именно в периоды кризисов вам и нужно золото. Это обстоятельство стоит иметь в виду при решении вопроса об открытии металлического счета в банке.

Другой момент, который надо учитывать — это надежность банка, где вы открыли счет. Именно в критические моменты истории, ради защиты от которых вы и включаете золото в ваш портфель, банки испытывают обычно максимальные трудности, и риск невыполнения ими своих обязательств возрастает многократно.

— Наконец, некоторые инвесторы включают в свой портфель не собственно само золото, а акции золотодобывающих компаний. Такая замена имеет определенный смысл. Ведь по акциям можно получать доход в виде дивидендов или нереализованную прибыль от роста цены акций, а колебания цены этих акций напоминают колебания цены на золото. Это происходит

потому, что при росте цены металла выручка и прибыль золотодобывающей компаний растут, а при снижении — снижаются. Поэтому динамика цены акций золотодобывающих компаний напоминает динамику цены самого золота: акции часто растут, когда растет цена золота, и часто снижаются, когда снижается цена металла.

Ну и любые комбинации вышеуказанных приемов включения золота в инвестиционный портфель, разумеется, также возможны.

Шаг 24. **МАШИНА ВРЕМЕНИ, НЦБ И НЕМНОГО ФИЛОСОФИИ**

На предыдущих шагах этой главы мы рассмотрели все основные классы инвестиционных инструментов, которые нам необходимы: облигации, акции, недвижимость, наличные и золото. Этим исчерпывается список видов исходных инструментов для разумного долгосрочного инвестирования, которые нам потребуются. Но стоит знать, что в реальности видов биржевых инструментов существует гораздо больше. Есть много инструментов, которые носят название производных инструментов. Они образованы из основных инструментов (перечисленных выше) по определенным правилам. И существует много различных технических приемов, которые некоторые люди применяют, используя эти производные инвестиционные инструменты для получения дохода. Это довольно обширная область знаний, которая нам совершенно не пригодится.

Это хорошая новость. Но нельзя расслабляться, тут есть одна опасность: ваш брокер обязательно вам предложит какие-нибудь инструменты этого рода, как раз из тех, которые вам не нужны. Он предложит вам познакомиться с замечательными структурными продуктами, которые их фирма разработала специально для вас, он предложит вам освоить технику работы с фьючерсами и опционами, он удивится, что вы совершенно не знакомы с техническим анализом ценных бумаг, что вы совсем не умеете «шортить» и даже не знаете, что это такое. И он может своими словами заронить в вас сомнение: «Я так многого не знаю, мне нужно еще многое изучить, мне нужно сходить на курсы, которые мне предлагает (бесплатно!) этот умный и добрый человек».

Выскажу свое мнение (оно вовсе не мое, это мнение также и многих других, в том числе — известных инвесторов): вам это не нужно. Изучение всего этого многообразия позволит вам лишь потерять свое время и свои деньги.

Но вы не обязаны мне не верить. Вспомните правило номер один. Хотите — изучайте. Хотите — попробуйте поработать со всеми этими инструментами и техниками. Однако я не буду пояснять в этой книге смысл и суть всей этой премудрости. Потому что считаю это не только бесполезным, но и вредным. Желаящим придется искать другой источник информации. Таких источников информации много, с этим у вас проблем не возникнет.

Однако, кроме разных производных инвестиционных инструментов, которые нам не нужны, есть нечто, что нам просто необходимо изучить очень внимательно. Это различные наборы ценных бумаг — НЦБ.

Как уже было сказано, этот термин — НЦБ — отсутствует в литературе по инвестированию. Я его придумал сам. Поэтому относитесь к нему с особой осторожностью (Правило № 1). Мало ли кто что придумает. Но он мне нужен, чтобы было проще пояснить многие вопросы, которые без этого понятия объяснять дольше и сложнее.

НЦБ — это наборы основных инструментов (как правило, одного вида; набор акций или набор облигаций, например), выбранных по определенным признакам или определенными экспертами, а часто — определенными экспертами по определенным признакам. Например, «набор из акций 500 крупных компаний США, представляющих разные сектора экономики» или «набор из 1029 государственных правительственных облигаций развивающихся стран» или «набор акций, отобранных Уорреном Баффетом по собственным принципам отбора в состав инвестиционного портфеля своего холдинга Berkshire Hathaway». Это все примеры НЦБ.

Некоторые НЦБ называют индексами. Этот термин — индекс — часто употребляется в литературе. Но не все НЦБ — индексы. Например, НЦБ, отобранный Баффетом, индексом не является.

Однако мы еще не обсуждали само понятие индекса. Это мы обсудим на следующем шаге. Тогда станет яснее и термин НЦБ.

Работа именно с такими наборами — НЦБ, а не одной отдельной бумагой, — занимает основное время инвестора, а сами НЦБ — результат этой работы — составляют большую часть его инвестиционного портфеля.

Поэтому нам надо понять смысл самого понятия «НЦБ». Поставим вопрос так: зачем нам вообще рассматривать наборы, скажем, акций разных компаний, а не акции лишь одной фирмы (самой хорошей)? Тут мы касаемся одного важного философского вопроса об инвестировании. Чем вообще занимается инвестор, если говорить обобщенно?

Единственная работа инвестора — предсказывать будущее. Если бы в распоряжении инвестора была машина времени, то ему не нужны были бы наборы инвестиционных инструментов. Ему достаточно было заглянуть в будущее на столько лет вперед, на сколько он выстраивает свой инвестиционный план, и посмотреть, какой конкретно инструмент дал максимальный рост за это время. Допустим, что акции фирмы Facebook дали за те 20 лет, на которые рассчитывает наш инвестор, максимальную доходность по сравнению с любыми другими акциями в мире, и любыми облигациями в мире, и по сравнению с золотом и любой недвижимостью в мире. Отлично! Что делает в этом случае инвестор, вооруженный такой прекрасной штукой, как машина времени? Он вкладывает все свои деньги полностью в акции этой единственной фирмы Facebook. И ему не нужны никакие другие компании, а значит — никакие наборы из них. Одна фирма — самая лучшая — решает все проблемы инвестирования!

Кстати, отвлечемся ненадолго, этот фантастический образ — инвестор с машиной времени — позволяет лучше понять многие аспекты инвестирования. Например, задумаемся, если у нашего инвестора, вооруженного машиной времени, через год после первого решения появилась еще какая-то сумма для инвестирования, должен ли он вложить эти деньги опять в акции Facebook? Ответ: совсем не обязательно. Через год цены на все инструменты изменились. Может

случиться, что цены акций Facebook выросли за этот год очень существенно. И если отсчитывать от этой новой, гораздо более высокой цены, то рост за 19 оставшихся лет окажется уже не рекордным. Тогда, заглянув в свою машину времени, наш инвестор увидит, что теперь наилучший рост капитала дает, скажем, облигация российской фирмы «Аэрофлот» со сроком гашения в 2099 году. А еще через год наилучший рост за оставшиеся 18 лет даст недвижимость на побережье в городе Салоу, Испания. Получается, что даже у все знающего и умеющего прогнозировать со стопроцентной точностью инвестора в портфеле будет не один единственный инструмент, а целый набор инструментов, если он продолжает вкладывать деньги в инвестиции год за годом. Также становится понятным, что если горизонт планирования нашего все знающего инвестора будет не 20, а, скажем, 15 лет, то он выберет другой инструмент для инвестирования, поскольку рекордные цифры роста для компании Facebook за 20 лет не обязательно означают также и рекордные цифры на горизонте в 15 лет. И совсем интересным (и сложным) вопросом является следующий: а что будет, если машиной времени обладает не только наш счастливый инвестор, а многие инвесторы? И даже более простой случай: допустим, машиной времени владеет только один инвестор, но он, понимая уникальность своего положения, стал давать (за деньги, разумеется) советы другим людям. Его репутация растет (а может быть, и нет — ведь он ориентируется на конечный результат, а «по дороге» к результату цена могла и снижаться очень сильно; дождутся ли его клиенты отличного конечного результата, упрочат ли они его репутацию, или они разбегутся по дороге с криками: «мошенник»?)). И что случится с рынком и ценами через 15–20 лет даже в случае, если все или большинство его клиентов безоговорочно выполняют его рекомендации? Как в этом случае поведут себя цены? Останутся ли они такими же, как и до изобретения машины времени? Размышления на такие, казалось бы, отвлеченные, абстрактные темы очень помогают понять природу инвестиционной деятельности. Попробуйте подумать об этом на досуге.

Но вернемся к реальности. Ни у нас, ни у других инвесторов нет машины времени. Поэтому любой инвестор не может быть полностью уверен в том, что его стратегия неизбежно приведет к успеху. Компании и правительства, акции и облигации

которых мы покупаем, живут в изменчивом и малопредсказуемом мире. Была отличная фирма, но она сделала один опрометчивый шаг, и вот она уже банкрот (так случилось с фирмой «Кодак»). Правительство России допустило дефолт по своим обязательствам (в 1998 году), и курс национальной валюты упал в четыре раза в течение нескольких дней.

Человечество тратит огромные усилия и деньги на то, чтобы увеличить предсказуемость нашего мира. И кое-что удается. Но неопределенность все еще очень велика. И, похоже, она будет сохраняться всегда. Смерчи и наводнения, извержения вулканов и банкротства фирм, слияния компаний и непрогнозируемые научные открытия (которые иногда приводят к закрытию вчера еще вполне успешных целых секторов бизнеса и созданию новых секторов) — все это происходит постоянно. Кто-то еще помнит такие устройства, как факс, или пейджер, или видеопроектор, или кассеты на магнитной ленте? А ведь они и появились, и исчезли сравнительно недавно.

В этой ситуации работа инвестора, которая состоит в предсказании будущего, довольно сложна, согласитесь. И это главная причина того, что инвесторы предпочитают работать не с единственным инструментом, а с целым набором инструментов. По этой же причине у нас не один класс инструментов в портфеле — например, только облигации, — а несколько: и облигации, и акции, и золото, и наличные.

Но и внутри одного класса инструментов инвестор не может себе позволить ограничиться только одним экземпляром. Инвестор не может иметь акции только одной — самой лучшей — фирмы, поскольку он никогда не уверен, что именно эти акции будут самыми лучшими в течение 20 лет. Есть приемы, которые позволяют находить акции потенциально хороших компаний. Но нет приемов, которые могут гарантировать, что эти акции дадут максимальный рост цены за пару десятков лет. Таких приемов нет, поскольку за такие сроки все в мире меняется очень сильно и — главное — непрогнозируемо. Вот поэтому и необходимо иметь в инвестиционном портфеле акции нескольких разных компаний, возможно — из разных стран, и облигации

нескольких разных компаний, и еще, возможно, облигации разных регионов страны, и еще облигации разных стран.

Несколько — это сколько? Очень интересный и отдельный вопрос. Мы это обсудим позже. Как их выбирать? Еще один очень интересный и тоже отдельный вопрос. Мы этим скоро займемся.

Но сначала я упомяну одно высказывание Уоррена Баффета, который всей своей жизнью доказал, что кое-что смыслит в инвестициях. Он сказал: «Риск возникает, когда вы не знаете, что делаете». Он как бы намекнул, что у него есть машина времени или что-то подобное ей. Что ему нет необходимости включать акции многих компаний в свой инвестиционный портфель, поскольку он знает, как поведет себя цена той или иной акции в будущем. Мы в четвертой главе этой книги — «Путь Уоррена Баффета» — попробуем разобраться с тем, как устроена эта его машина времени.

Но я должен честно отметить, что, начав действительно со скупки больших пакетов акций всего нескольких «любимых» им компаний, Баффет постепенно пришел к тому, что сейчас в портфеле его холдинга Berkshire Hathaway находятся уже акции более ста компаний — вполне диверсифицированный набор, НЦБ.

Чего уж говорить о нас — непрофессиональных инвесторах! Мы вообще не представляем себе пока даже в общих чертах устройство «машины времени» Уоррена Баффета или какого-то другого выдающегося инвестора. Поэтому мы, конечно, должны набирать в свой инвестиционный портфель достаточно много разных инструментов, это будет для нас одним из способов защиты от неопределенности, которую несет будущее (будут еще и другие защиты, о них — в дальнейшем).

Вот почему нам необходимо изучить НЦБ вообще, индексы — в частности, и, в первую очередь, самый известный и самый активно используемый индекс S&P 500. Что мы и сделаем на следующем шаге.

Шаг 25. ИНДЕКСЫ КАК ИЦБ

Самый популярным в мире набором ценных бумаг (ИЦБ) является индекс Standard and Poor's 500 (S&P 500), в который входят акции 500 крупных компаний США. Индекс этот создан в 1957 году для оценки общей динамика рынка акций США. Акции каждой из представленных в индексе компаний входят в состав индекса с коэффициентами, пропорциональными ее рыночной капитализации. Для включения акций компании в состав индекса S&P 500 должны выполняться несколько критериев:

- рыночная капитализация компании должна быть не менее 4,6 миллиардов долларов;
- акции должны активно торговаться на бирже, и их годовой оборот должен быть не менее 100 % от общего торгуемого числа акций компании;
- компания должна быть американской;
- на рынке свободно торгуется более 50 % всех акций компании;
- компания должна быть финансово состоятельна, что означает отсутствие убытков за последние четыре квартала деятельности компании, причем расчет прибыли/убытков должен производиться в соответствии с принципами бухгалтерского учета GAAP;
- компания должна вносить вклад в один из десяти секторов экономики (в соответствии с классификатором отраслей GICS) так, чтобы каждый сектор в индексе был представлен пропорционально тому, как он представлен на всем фондовом рынке.

Для формирования состава индекса и изменения его состава, когда какая-то компания из S&P 500 перестает удовлетворять одному из критериев, сформирован Комитет индекса. Этот

комитет постоянно исключает какие-то компании из индекса, когда характеристики их акций или самих компаний перестают удовлетворять критериям, сформулированным выше, и включает вместо них новые, которые ранее в индексе отсутствовали. Причем включение производится в два этапа. На первом формируется список кандидатов, которые удовлетворяют всем критериям отбора, а на втором члены комитета голосованием выбирают конкретные компании для включения в индекс таким образом, чтобы отразить отраслевую структуру индекса в пропорциях, соответствующих пропорциям этих секторов в реальной экономике страны.

Как видим, формирование набора акций для S&P 500 — это большая работа, которую постоянно ведут специалисты. В результате список компаний и их акций, входящих в индекс, постоянно изменяется так, чтобы состав индекса всегда соответствовал критериям отбора.

Важно иметь в виду, что состав критериев, которыми руководствуется Комитет индекса при формировании списка, не преследует инвестиционных целей (!). О чем прямо говорит Исполнительный директор Комитета индекса S&P 500: «Выбор акций в состав индекса S&P 500 не является инвестиционной рекомендацией; акции выбраны так, чтобы индекс представлял собой сегмент крупных компаний фондового рынка США».

Хорошо это или плохо, что при отборе акций члены Комитета не руководствуются инвестиционной привлекательностью акций? Для кого как. Чтобы отобразить рынок в целом, возможно, хорошо. Для человека, инвестирующего в этот набор акций — может быть, не очень хорошо.

Примерно так же обстоят дела и с другими индексами, которых сейчас расплодилось настолько много, что разобраться в них не сможет даже специалист по индексам: более 3,3 миллионов только разных индексаций существует на сегодняшний день! Их в 70 раз больше, чем самих торгуемых на биржах акций существует в мире (<https://www.moneyobserver.com/news/there-are-now-70-times-more-stock-market-indices-listed-stocks-world>).



Есть индексы отдельно малых компаний, средних и крупных компаний. Есть индексы по отраслям и секторам экономики, есть индексы по каждой достаточно развитой стране и по группам стран. Причем группировка стран может производиться по географическому признаку (Европа, Северная Америка, Азия и так далее) или по степени развития (развитые, развивающиеся). Есть индексы акций и индексы облигаций. Причем индексы облигаций могут быть представлены тоже по странам и континентам, и по типам эмитентов, и по срокам гашения облигаций. Поэтому для анализа средних показателей рынков в распоряжении исследователя есть огромное число инструментов.

Но используются индексы далеко не только для исследовательских целей. Индексы используются для целей прямого инвестирования, инвестор может «купить индекс». Да, тот или иной индекс сегодня можно купить. Понятно, что речь идет о покупке соответствующего набора ценных бумагах (НЦБ). Как это можно сделать? Об этом речь впереди.

Шаг 26. АНАЛИЗИРУЕМ ИНДЕКСЫ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Для индекса S&P 500, а также для индексов малых компаний США, облигаций и казначейских векселей, которые характеризуют соответствующие рынки США, давно выполнен Back-Testing, который показывает, как вели себя эти инструменты (точнее, популярные индексы этих инструментов) в Америке прошлого века. Результаты очень интересны. Вот они для периода 1926–1998 годов:

Таблица 3.1.

Доходности и стандартные отклонения основных видов ценных бумаг

Совокупная доходность инвестиционных инструментов за 1926–1998 годы

Инструмент	Среднегодовая доходность	Стандартное отклонение
Акции крупных компаний США	11,20 %	20,30 %
Акции малых компаний США	12,40 %	33,80 %
Долгосрочные корпоративные облигации	5,80 %	8,30 %
Казначейские векселя	3,80 %	3,20 %

Это очень важная таблица, которая построена на основании данных, взятых из книги Р. Гибсона «Формирование инвестиционного портфеля». Замечу, что казначейские векселя — это правительственные бескупонные облигации (помните, что это такое? — Шаг 18) со сроком гашения до одного года.

Здесь может возникнуть вопрос: насколько такими же или, может быть, совсем другими будут цифры доходности, если взять

не интервал с 1926 по 1998 год, а какой-то другой период? Это ведь очень важно. Насколько стабильны эти цифры, насколько мы можем ориентироваться именно на эти значения?

Вот анализ на немного другом периоде — с 1930 по 2003 год, — который приведен в статье Пола Мэрримэ: <http://www.marketwatch.com/story/8-lessons-from-80-years-of-market-history-2014-11-19>. Акции крупных компаний за этот период дают 9,7 % среднегодовой доходности, а акции малых предприятий — 12,7 %. Как видим, отличия этих доходностей от доходностей в нашей таблице есть, хоть и не очень большие.



Однако если смотреть не столь длинные периоды времени, то различия в доходностях будут более серьезными. Например, индекс акций крупных компаний в двадцатилетний период с 1960 по 1979 годы включительно давал годовой рост только 6,9 % в среднем. Зато с 1980 по 1999 годы средний рост акций крупных компаний составил 17,8 % в год в среднем. Как видим, полосы низкой доходности и полосы высокой доходности могут чередоваться, причем смены этих полос подчас приходится ждать долгие 20 лет. Конечно, для человека, который инвестирует на 40 и более лет, это не так важно (если у него хватит терпения ждать). Ведь суммарно за 40 лет с 1960 по 1999 среднегодовой темп роста цены акций составил 12,3 %, что довольно близко к цифрам столетней среднегодовой доходности. Но для этого надо инвестировать на 40 лет. Хуже обстоит дело, если у вас просто нет в запасе сорока лет для инвестиций.

Мы сейчас рассмотрим некоторые очевидные выводы, которые следуют из приведенной таблицы. И в этой книжке мы будем еще часто возвращаться к этим цифрам. Пока просто посмотрите на них внимательно. И, кстати, вспомните, пожалуйста, что такое стандартное отклонение (Шаг 16).

Итак, первое, что бросается в глаза — это тот факт, что акции дают существенно более высокую доходность, чем облигации.

Указанная здесь доходность акций — это номинальная доходность, то есть, без учета инфляции.

Второе: здесь указана доходность, которая по-английски называется Total Return или Dividend Reinvested, а по-русски назы-

вается «с реинвестированием дивиденда». То есть, выплачиваемые по акциям дивиденды инвестор не снимает со счета, а тут же обратно вкладывает в те же акции. Таким образом, он как вложил какие-то деньги в 1926 году, так, не пополняя и не снимая, провел 72 года в бездействии. И оказывается, что если он вложил свои деньги в акции, например, крупных компаний, то его деньги росли примерно на 11,2 % в год в среднем.

Третье: надо понять, о каких акциях и облигациях идет здесь речь. Ведь все акции вели себя по-разному. Некоторые акции вообще перестали существовать за те 72 года, которые указаны в таблице. Просто потому, что компании, которые эти акции выпустили, разорились. И, значит, цены этих акций не только не росли на 11,2 % ежегодно, а просто упали до нуля. Другие акции росли, но гораздо меньше, чем на 11,2 % в год. Но были и такие акции, которые росли существенно более быстрыми темпами, чем 11,2 % в год в среднем. К каким же акциям относится эта цифра — 11,2 % в год? Что она означает? Ответ: ни к каким конкретным акциям этот рост не относится. Здесь речь идет не о какой-то конкретной акции, а об индексе, в котором смешаны все акции. Поскольку цена каждой акции известна в каждый момент времени, а, скажем, про индекс S&P 500 тоже известно, сколько акций каждой входящей его состав компании он содержит, то не трудно подсчитать, сколько в данный момент — например, на момент ежедневного закрытия биржи, — «стоит» весь этот индекс, то есть какова суммарная цена всего набора акций, который индекс собой и представляет. Получается, что мы можем подсчитывать значение индекса, например, по концу каждого дня. Таким образом, мы можем следить, как растет и снижается индекс каждый день, или раз в месяц, или каждую минуту. Вот о том, как вырос индекс S&P 500, в который собраны акции 500 крупных компаний Америки, как раз и говорит первая строчка в таблице 3.1. То есть, эта цифра — 11,2 % — это не то, на сколько росла какая-то конкретная акция, а на сколько в среднем ежегодно рос индекс S&P 500, который как бы и представляет собой в среднем крупные компании США. Почему «как бы»? Потому что мы уже знаем, что индексы каждый может создавать, как он захочет. И всегда можно для акций

крупных компаний США создать (и такие индексы уже реально существуют) какой-то другой индекс, который будет изменяться немного по-другому и покажет на том же периоде с 1926 по 1998 годы немного другую цифру среднего роста. Она будет или больше, или меньше, чем та, которую мы видим в таблице.

Итак, мы поняли, как рассчитана цифра среднегодовой доходности. Теперь давайте задумаемся: что значит цифра 11,2 %?

Это значит, что если инвестор в 1926 году вложил свои деньги в акции именно тех компаний, которые представлены в индексе S&P 500 и именно в тех пропорциях, в каких они представлены в индексе (пропорционально капитализации компаний), а затем он продавал акции одних фирм в тот момент, когда они выходили из состава индекса, и покупал акции других фирм в тот момент, когда они входили в состав индекса, то такой инвестор через 72 года своей работы получил в среднем доходность 11,2 % годовых. Не бойтесь, пожалуйста, вам не придется делать эту мучительную работу. В дальнейшем мы увидим, что этот вопрос решается гораздо проще.

Знаете, что значит 11,2 % среднегодового роста в течение 72 лет? Это значит, что если инвестор вложил в 1926 году 1000 долларов, то в 1998 году у него на счете будет акций на сумму 2 087 104 доллара. И это при том, что «по дороге» он зацепил Великую депрессию и еще с десятков серьезных биржевых кризисов, включая последний кризис 2008–2009 годов, а также Вторую мировую войну, войну во Вьетнаме, разрушение башен-близнецов в Нью-Йорке, крах акций доткомов и многое другое. И при всем этом, несмотря на очень серьезные потери, которые происходили у нашего инвестора во время всех этих крахов рынка, суммарный рост его активов произошел более чем в 2000 раз!

А если бы этот инвестор рискнул вложить эту же сумму 1000 долларов в индекс акций малых компаний, то у него на счете в 1998 году было бы 4 520 374 доллара. Смотрите, сумма оказалась в два раза больше только потому, что годовой рост вместо 11,2 % составляет 12,4 %. Обратите на это внимание, пожалуйста: 1,2 % разницы среднегодовой доходности дали удвоение дохода в конечном результате! Именно поэтому инвесторы очень ценят

каждые полпроцента дополнительного годового дохода. На больших интервалах это получают огромные суммы разницы в конечном результате. Поэтому, если вы увидите или прочитаете о человеке, который сумел на 0,5 % или на 1 % поднять свою среднюю годовую доходность, стоит отнестись к такому сообщению с громадным уважением и интересом.

Далее. Надо заметить, что хотя активы инвестора увеличились колоссально, но и цены за эти 72 года тоже существенно подросли. В течение указанных 72 лет среднегодовая инфляция в США составила 3,1 %. Это значит, что за эти 72 года цены выросли в 9 раз. То есть, за то, что можно было купить в 1926 году на 1 доллар, в 1998 придется уплатить 9 долларов. Поэтому реальный капитал инвестора (с учетом покупательной способности денег) составил 231 900 долларов (в «старых» ценах). Реальный рост произошел «только» в 232 раза. Этот рост произошел при инвестировании в индекс акций крупных компаний США. А вложения в индекс малых компаний дали инвестору 500 264 доллара (в «старых ценах»). То есть, реальный рост произошел в 500 раз.

Но если наш инвестор купил в 1926 на свою тысячу долларов индекс долгосрочных корпоративных облигаций, то его реальный среднегодовой рост составил $5,8\% - 3,1\% = 2,6\%$. И за 72 года его реальный капитал вырастет с 1000 долларов до 6347 долларов. В 6,3 раза. Почувствуйте разницу: в 500 раз или в 6,3 раза!

Вот мы и подобрались к главному. Я думаю, мне не надо долго объяснять, почему в этой книжке мы будем больше внимания уделять акциям, а не облигациям. Реально высокую доходность на длинных интервалах в несколько десятков лет инвестор получает только на акциях.

Вы спросите, почему, кроме акций и облигаций, я не анализирую другие инвестиционные инструменты из тех, о которых говорилось в этой главе?

Сейчас обсудим их тоже.

Золото. На Шаге 22 мы уже обсуждали, что за период с 1973 года (когда произошел полный отказ от золотого стандарта) по 2017 год

средний рост цены золота составил 5,85 % годовых. Если мы вычтем американскую инфляцию 3,1 % годовых, то реальный рост получится 2,75 % годовых в среднем. То есть реальный рост составил примерно такую же цифру, как и для долгосрочных облигаций. Столь же неутешительным будет и результат инвестирования в золото на длинных интервалах. Означает ли это, что включать золото или облигации в свой портфель не надо? Вовсе нет! Не означает. И золото, и облигации я бы советовал включить в ваш портфель. Почему? Для того чтобы разобраться с этим, надо еще много шагов сделать. Этому посвящена пятая глава книги.

Недвижимость. Если работать с недвижимостью, вкладывая деньги в REITs (а только так и следует с ней работать в инвестиционных целях), то недвижимость представляет собой для вас просто одну из разновидностей акций. Для акций недвижимости есть свои индексы, например MSCI US REIT Index. Таким образом, недвижимость секьюритизирована, и как инвестиционный объект она является просто одним из секторов экономики, а вложения в недвижимость ничем принципиально не отличаются от вложений в акции других компаний. Вкладывать в недвижимость, дающую доход, можно и разумно, но технически это будет просто покупка акций одного из секторов экономики.

Наличные. В США для сбережения наличных можно воспользоваться казначейскими векселями правительства или другими инструментами денежного рынка. В России — краткосрочными депозитами Сбербанка. Доходность казначейских векселей указана в таблице. Она лишь на доли процента превосходит инфляцию в США и потому позволяет сохранить деньги от инфляции, но не приумножить их. В России вклад в Сбербанк даже не защитит ваши деньги от инфляции, но хотя бы поможет уменьшить величину потерь. Впрочем, от наличных и не требуется приращение средств. Главная их цель — создание подушки безопасности.

Итак, за исключением недвижимости, которую мы не анализируем, поскольку она в США представлена акциями, остальные виды активов не могут претендовать на конкуренцию с акци-

ями по доходности. Именно акции позволяют инвестору «приумножить», а не просто «сохранить» с учетом инфляции. Но, еще раз, пока без объяснения: это не значит, что облигации, золото и наличные совсем не надо включать в ваш портфель. Надо включать. В каких пропорциях — другой вопрос, мы об этом еще поговорим. Но основное внимание надо уделить все же, конечно, акциям. Что мы и будем делать в следующих главах.

Кстати, следует сделать одно замечание относительно инфляции. Выше, когда рассчитывалась реальная доходность инвестиционных инструментов, упоминалась американская инфляция. Это совершенно правильный подход в том случае, если вы живете в Америке, тратите в Америке, и поэтому для вас затраты растут так же, как растут американские цены, то есть темпом американской инфляции. Но если вы живете в России, а инвестируете в США, то вас волнует не американская инфляция, а российская. Точнее, вас в этом случае интересует превышение средних темпов российской инфляции над средними темпами роста доллара по отношению к рублю (девальвации рубля). Ведь в этом случае ваши средства размещены в долларовых инструментах, а текущие затраты вы производите в рублях. К сожалению, для России невозможно привести статистику по такому показателю, как «рублевая инфляция в пересчете на доллар» за столь же большой период времени, какой указан в анализируемой таблице. Дело в том, что в России курс доллара раньше начала 90-х был директивно установлен и не определялся соотношением спроса и предложения. Рыночный курс реально можно рассматривать только где-то начиная с 1996 года. Поэтому у нас нет в запасе достаточно длинного интервала времени для расчетов. Ну, что уж есть. Нетрудно подсчитать, что на интервале в 20 лет с 1998 по 2018 годы инфляция в России превосходит темп роста курса доллара к рублю в среднем примерно на 4–5 % годовых на интервале в 22 года — с 1996 по 2017. Но это, повторю, очень неточные оценки, поскольку период времени рассмотрения относительно невелик. Тем не менее, процент инфляции для инвестора из России, который инвестирует в долларе, на этом интервале оказался не очень сильно отличающимся от среднегодового процента инфляции для американца

(немного больше 3,1 %). Так было в среднем за прошедшие 20 лет. Будет ли так в будущем, предсказать не берусь.

Итак, главный вывод: только инвестиции в акции дадут инвестору возможность серьезно приумножить свой капитал в реальном исчислении.

Ну и, наконец, проанализируем последнюю колонку таблицы — стандартное отклонение для каждого из инвестиционных инструментов.

Первое, что обращает на себя внимание: чем больше средняя доходность инструмента, тем выше и стандартное отклонение (СО), а значит и риск данного инструмента. Доходность акций малых компаний выше доходности крупных компаний, и СО малых компаний выше СО крупных компаний. То же самое можно сказать и о любых других парах из таблицы. Выглядит так, как будто это закон такой.

Да, это закон. Так всегда и бывает. Исследователи говорят, что повышенный риск инструмента (а стандартное отклонение — это ведь и есть риск, мы это уже обсуждали на Шаге 16) — это плата за большую доходность. И если вы хотите получать больший доход от ваших инвестиций, то вам надо принять на себя больший риск, спокойней относиться к тому, что в какие-то годы (а тем более — месяцы) вам придется иногда терпеть убытки вместо прибыли. Причем убытки эти будут тем больше, чем больше доход, который вы получите в результате инвестирования в этот инструмент.

Парадоксально? Нет. Ведь если бы было не так, если бы за большую доходность не надо было платить большим риском, то все бы кинулись к инвестиционным инструментам, которые дают большую доходность. Зачем же выбирать менее доходный инструмент, если он так же рискован, как и более доходный? В результате спрос на более доходный инструмент повысится, цена его возрастет, а доходность, соответственно, уменьшится. И он уже перестанет быть более доходным.

А вот если повышенный риск идет рука об руку с доходностью, то ситуация меняется. Некоторые люди, кто не хочет риска,

соглашаются на инструмент меньшей доходности. А те, кто готов терпеть риск и пережить годы потерь, в результате получают больший итоговый доход.

Давайте сравним доходности и риск по каждому инструменту в таблице.

Акции крупных компаний. Среднегодовая доходность — 11,2 %
Стандартное отклонение — 20,3 %.

Вспомним Шаг 16. Выделим полосу от $11,2\% + 20,3\% = 31,5\%$ до $11,2\% - 20,3\% = -9,1\%$. В среднем четыре года из шести доходность по этим акциям будет попадать в интервал между указанными значениями: от $-9,1\%$ до $+31,5\%$. То есть, хотя средний доход довольно высок (11,2 %), но иногда доход будет и существенно меньше. И частенько будет отрицательным. Еще в примерно один год из шести лет доход будет больше 31,5 %, что, конечно, нас порадует. Но также в одном случае из этих шести доход окажется меньше, чем $-9,1\%$. То есть в одном случае из шести убытки превысят 9 % от ваших активов. И если вы будете держать акции крупных компаний долго, то примерно каждые 6 лет будет примерно такое распределение ваших ежегодных результатов. Вот и решайте, в состоянии ли вы терпеть такой риск, ожидая при этом около 11 процентов в год средней доходности, или это для вас неприемлемо и вы предпочтете менее рискованный, пусть и менее доходный вариант.

Акции малых компаний. Здесь средняя доходность еще выше, она равняется 12,4 % годовых.

Мы понимаем, что на длинных интервалах это означает существенно более высокий доход по концу периода инвестирования. Но чем придется заплатить за это? Выделим полосу, в которую попадет две трети всех годовых результатов: от $12,4\% + 33,8\% = 46,2\%$ до $12,4\% - 33,8\% = -21,4\%$. Как видим, очень широкая полоса. И, главное, она далеко заходит в область отрицательных значений. То есть, из тех 4 лет, когда наши результаты будут внутри этой полосы (а это будет примерно 4 года из 6), в одном-двух случаях можно ожидать убытки. Причем в один год из этих четырех лет убытки могут оказаться весьма

большими: 10–15 % и больше. И еще в одном случае из каждых 6 лет убытки будут чрезвычайно большими: больше чем 21,4 %. Правда, примерно один год из шести нас будет радовать доходом выше 46,2 %. Представили ситуацию? Вот и решайте, готовы ли вы на такие колебания.

Долгосрочные корпоративные облигации. Если вы не можете терпеть такие колебания дохода/убытков, которые вам придется пережить при инвестировании в акции, возможно, вам стоит присмотреться к корпоративным облигациям. Среднегодовая доходность на больших интервалах у вас будет при этом примерно 5,8 %. Очень скромно. Но и колебания дохода год от года невелики. Стандартное отклонение 8,3 %. Рисуем полосу, куда попадет две трети всех результатов годового дохода: от $5,8\% + 8,3\% = 14,1\%$ до $5,8\% - 8,3\% = -2,5\%$. Итак, в среднем годовой доход на больших интервалах составит около 5–6 %. Причем в 4 случаях из 6 вы будете иметь годовой доход положительный (а если и отрицательный, то это будет очень небольшой убыток, меньше, чем 2,5 %). Правда, примерно один раз за шесть лет вам придется испытать «потрясение» убытком большим, чем 2,5 %, но, скорее всего, этот убыток будет все же не очень большим. Вряд ли он превысит 11 % (двойное СО от средней доходности). И этот плохой год будет скомпенсирован тем, что также примерно в один год из каждых шести у вас доход будет высоким, больше 14 %. Довольно комфортный вариант, правда? Жаль только, что вы в этом варианте очень немного зарабатываете в реальном исчислении — то есть, с учетом инфляции.

Казначейские векселя. Самый комфортный с точки зрения риска вариант. Некоторые считают его вообще безрисковым. Ведь за все время существования США не было ни одного случая, чтобы правительство не выполнило свои обязательства. Но колебания дохода от года к году будут даже и в этом варианте. Правда, очень небольшие. Построим полосу. Средняя доходность 3,8 %, СО равно 3,2 %. Полоса от $3,8\% + 3,2\% = 7\%$ до $3,8\% - 3,2\% = 0,6\%$. Это единственный из инструментов, у которого выделенная нами полоса вся оказалась в положительной области. Мы можем сказать, что примерно в пяти из каждых шести лет мы будем

получать положительный доход, хотя разный в разные годы, причем четыре года из шести доход будет внутри указанной полосы, один раз он будет даже выше 7 %. Также один раз доход будет ниже 0,6 %, возможно, даже отрицательным, но лишь очень немного. А в остальных случаях — положительный доход. И в среднем годовой доход будет около 4 %. Очень комфортно владеть казначейскими векселями, правда? Беда только в том, что практически весь заработанный доход в этом случае будет съедаться инфляцией. То есть, это вариант можно назвать «сохранить, но не приумножить».

В дальнейшем нам предстоит узнать, что выбор инвестора состоит совсем не в том, чтобы выбрать один — лучший — из инструментов и полностью в него вложиться. Выбор инвестора состоит в том, чтобы сформировать портфель из всех этих инструментов, причем так, чтобы риск портфеля существенно уменьшился, а доходность при этом не снизилась значительно (а иногда — даже выросла).

Шаг 27. **ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ**

На предыдущих шагах мы обсудили биржевые индексы и вообще наборы ценных бумаг. Из анализа их свойств следует, что одной из вполне разумных стратегий инвестирования является покупка одного или нескольких индексов. Например, если купить индекс S&P 500 и держать его в своем портфеле примерно 30–40 лет, то можно надеяться, что номинальная (без поправки на инфляцию) долларовая доходность будет составлять примерно 10–11 % годовых в среднем, а ваши средства за этот период увеличатся в десятки раз. Именно такой вариант, если помните, был предложен на Шаге 5 в качестве обоснования возможности прилично заработать на долгосрочном инвестировании.

Но как купить индекс? Индекс — это ведь просто расчетный показатель. На предыдущем шаге мы рассмотрели, какие действия должен совершать инвестор, если он хочет копировать индекс самостоятельно. Это оказалось довольно хлопотно:

- нужно купить несколько сотен или тысяч различных акций, соответствующих составу индекса, причем в тех пропорциях, в которых они входят в этот индекс;
- всякий раз, когда Комитет индекса принимает решение об исключении акции какой-то компании из индекса (по причине, что компания перестала удовлетворять одному из критериев отбора), инвестор должен также продать эти акции;
- а когда Комитет решает включить в состав индекса акции какой-то новой компании, инвестор должен также купить эти акции.

Вся эта техническая работа весьма утомительна. А часто еще одна существенная проблема состоит в том, что у инвестора просто нет достаточных денежных средств, чтобы купить, скажем, акции 500 разных компаний.

К счастью, все эти проблемы можно легко решить за счет такого инвестиционного инструмента, как биржевой инвестиционный фонд — ETF (Exchange Traded Fund). Причем, кроме ETF, существуют еще и другие типы инвестиционных фондов.

Давайте разберемся с этими инструментами, которые возникли именно из-за того, что инвесторы часто желают покупать акции или облигации целыми наборами, а не поштучно — с инвестиционными фондами, или фондами ценных бумаг, или просто фондами. Видов фондов довольно много. Начнем с исторически первых типов фондов и затем перейдем к тем, которые возникли позже.

Исторически сначала возникли взаимные активно управляемые фонды. Их смысл состоит в том, что специалисты принимают от клиентов в управление денежные средства для размещения их в ценные бумаги. Идея такая: клиенты-непрофессионалы отдают свои инвестиционные ресурсы в управление профессионалам, которые справятся с задачей лучше. Прежде чем создать фонд, создается Управляющая компания, где и работают как раз профессионалы. Они принимают от клиентов деньги с помощью продажи им паев или акций фонда. В результате такой подписки на руках у клиентов оказываются паи (акции) фонда, а в фонде — собранные от клиентов денежные средства. На эти деньги профессионалы Управляющей компании покупают наиболее перспективные, на их взгляд, акции и/или облигации разных компаний. Покупка активов фонда производится на основании анализа инвестиционных инструментов (акций и облигаций), который осуществляется специальным аналитическим подразделением Управляющей компании. Таким образом, в фонде собираются лучшие, наиболее перспективные акции или облигации (по мнению специалистов Управляющей компании фонда).

Поскольку состав инвестиционного портфеля фонда всегда известен и цена каждой ценной бумаги также известна, то в каждый

момент времени можно определить, сколько «стоит» весь фонд, а следовательно — можно рассчитать и цену одного пая фонда, разделив стоимость суммарных активов фонда (стоимость всех его ценных бумаг) на число его паев (акций). Можно отслеживать, как меняется со временем цена каждого пая фонда, растет эта цена или снижается. В зависимости от того, в какую сторону движется цена пая, клиенты фонда могут делать выводы, насколько хорошо управляют их инвестициями профессионалы Управляющей компании.

Клиенту взаимного фонда, который разочаровался и решил продать его паи, получить причитающуюся за свой пай сумму можно разными способами в зависимости от типа фонда.

Если фонд носит название открытого, то клиент имеет право продать свои паи самому фонду. А фонд обязан выплатить клиенту сумму в соответствии со стоимостью пая на данный момент. Понятно, чтобы это сделать, фонд иногда должен продать часть своих акций и/или облигаций, выручить от этой продажи деньги и выплатить их акционеру. После такой процедуры размер фонда несколько уменьшится. Очевидно, что фонды в результате массовой продажи клиентами своих паев могут вообще прекратить свое существование. И это реально зачастую происходит. Довольно большой процент открытых фондов прекращает свое существование уже на первых двух годах своей деятельности.

Другой тип взаимных фондов — закрытый фонд — не выкупает свои паи (они в этом случае называются акциями фонда). Акции закрытого фонда торгуются на бирже так же, как и акции любой компании. Такой фонд не может закрыться. Недоверие клиентов (акционеров) закрытого фонда может выразиться в массовой продаже акций фонда на бирже. При этом снизится цена акций фонда. Но их количество останется неизменным.

Обратим внимание, что взаимный фонд чем-то похож на биржевой индекс. В обоих случаях речь идет о наборе ценных бумаг. В обоих случаях группа специалистов принимает решение о включении в его состав какой-то новой ценной бумаги, а также об исключении ценной бумаги из состава фонда или

индекса. В обоих случаях рассчитывается число, которое означает стоимость данного набора ценных бумаг. То есть, и индекс, и взаимный фонд — это наборы ценных бумаг (НЦБ).

Но есть и два важных отличия.

1. Индекс — это чисто расчетный показатель, это просто число, которое рассчитывается по определенному алгоритму исходя из текущей стоимости набора ценных бумаг, в этот индекс входящих. Это число рассчитывается и публикуется на каждый момент времени. В случае фонда речь идет о реальном владении фондом конкретными ценными бумагами. Поэтому суммарная цена фонда хоть и рассчитывается, но она представляет собой расчет реального имущества фонда.
2. Хотя в формировании состава индекса принимают участие специалисты — Комитет индекса принимает решения о включении и исключении конкретных ценных бумаг из его состава, — все же состав ценных бумаг индекса определяется заранее определенными, объявленными гласно критериями, которые доступны всем, кто хочет с ними познакомиться. У Комитета индекса не так много вариантов принятия решения по вопросу о том, из каких ценных бумаг состоит индекс. Критерии отбора довольно жестко ограничивают «самодеятельность» членов Комитета. В случае же взаимного фонда состав его портфеля определяется исключительно соображениями его аналитиков, а также внутренними правилами Управляющей компании и правилами самого фонда (инвестиционной декларацией), которые оставляют гораздо больше свободы в принятии решения, какую бумагу включить, а какую исключить из состава портфеля фонда.

Есть еще два вида фондов, которые возникли позже и приобрели в настоящее время большую популярность. Это так называемые индексные фонды. Их рождение связано с определенной революцией не только в способах инвестирования, но и в самой философии подхода к инвестированию. Вот как это происходило.

В течение многих десятилетий американцы исправно несли свои сбережения во взаимные фонды. Но два обстоятельства постоянно огорчали их:

- высокие комиссии, которые брали Управляющие компании за свою работу;
- плохие результаты деятельности многих фондов.

Помните Правило инвестора № 2 из Главы 1: «Не доверяйте управление вашими деньгами профессионалам». Это правило было нарушено, и результаты оказались печальными. Выяснилось, что после удержания комиссии за работу Управляющих компаний активных взаимных фондов, общий результат, который получал инвестор, оказывался обычно хуже, чем рост биржевого индекса за тот же период времени. Скажем, индекс S&P 500 за прошлый год показал рост на 8 %, а большинство фондов выросли за тот же год только на 5–6 %. И так из года в год. То есть, специалисты Управляющих компаний после получения оплаты за свою работу давали своим клиентам более низкий доход, чем тот, который клиенты получили бы, если не мудрствуя вложили свои средства просто в индекс S&P 500. Было проведено множество исследований и опубликовано множество статей на эту тему. Результат: около 80 % всех фондов дают результат хуже, чем индекс S&P 500.

Почему результаты оказались столь плачевны? Первая мысль — профессионалы оказались плохими профессионалами — не верна. Профессионалы на Уолл-стрит отличные. Причины в другом. Мы обсудим их в свое время подробнее, а сейчас просто стоит воспринять печальный факт: профессионалы инвестиционных фондов не могут, как правило, переиграть биржевой индекс.

В такой ситуации должен был найтись человек, который предложит клиентам не платить Управляющим компаниям их высокие комиссии, а «купить рынок», имея в виду индексы, и прежде всего индекс S&P 500. Такой человек нашелся. Звали его Джон Богл. Он первым создал индексный взаимный фонд, который просто владел всеми акциями, которые входят в индекс S&P 500, в тех пропорциях, в которых они входят в состав индекса. Пай-

щики такого фонда не могут рассчитывать заработать за любой период времени больше, чем дает индекс S&P 500, но и меньше они не заработают. А поскольку активно управляемые взаимные фонды обычно «недоотягивают» до индекса, то решение инвестировать в индексный фонд, а не в фонд с активным управлением, оказывается благом для инвестора. Появляется и еще одно приятное свойство, которое выгодно отличает индексный фонд: ему не надо уже держать в составе своей Управляющей компании аналитическое подразделение, поскольку не требуется отбирать акции в состав фонда. Включение и исключение акций в индекс производит Комитет индекса. Он, таким образом, проделывает за фонд всю аналитическую работу и публикует ее результаты. Фонду надо только проделать те включения и исключения акций, которые «предписал» Комитет индекса. Это позволило резко сократить затраты Управляющей компании и ее комиссии. Комиссии фонда и, соответственно, затраты акционеров, существенно упали по сравнению с затратами обычных активных фондов. Что оказалось вторым и очень существенным преимуществом таких фондов. Так появились и постепенно завоевывают рынок индексные взаимные фонды.

Заметим, что с появлением индексных фондов поменялась философия инвестирования: не обогнать рыночный индекс, как надеялись инвесторы, отдавая свои деньги специалистам, а получить точно по индексу, по средним рыночным показателям, — так она стала выглядеть. Есть логика: если в стремлении получить большую доходность, чем дает индекс, у инвестора, который вложил свои средства в активно управляемые взаимные фонды, в подавляющем большинстве случаев получается результат хуже, а не лучше, чем дает индекс, то решение получать доход строго по индексу является разумным.

Фонд, который создал Джон Богл и который стал первым индексным фондом, был открытым фондом. То есть, он в случае желания клиента выкупал у него паи по текущей стоимости. Процедура выкупа является для фонда довольно хлопотной и затратной. Поэтому вскоре появились индексные фонды, которые не выкупали свои акции у участников, зато эти акции свободно

торговались на бирже. Это были закрытые индексные фонды, которые получили название ETF (Exchange Traded Funds) — торгуемых на бирже фондов.

Понятно, что колебания цен акций этих фондов (особенно если они крупные) весьма точно повторяют колебания стоимости имущества фонда. Ведь акция фонда — это просто одна из равных долей всего имущества фонда. Она растет в процентном отношении на столько же, на сколько растет имущество фонда, и снижается, когда имущество снижается. Единственным имуществом фонда является его портфель ценных бумаг. А портфель ценных бумаг точно повторяет состав индекса S&P 500. Поэтому процентные колебания цены такой торгуемой на бирже акции индексного фонда должны довольно точно повторять колебания индекса S&P 500.

Так и происходит. Вот пример для популярного ETF управляющей компании Vanguard (которую как раз основал Джон Богл). Тикер акции этого фонда — VOO, а сам фонд повторяет своим портфелем индекс S&P 500. Давайте посмотрим, как колеблется акция VOO в сравнении с колебаниями индекса S&P 500:

Таблица 3.2.

Колебания акции VOO в сравнении с колебаниями индекса S&P 500

	02.01.2018	01.02.2018	01.03.2018	02.04.2018	01.05.2018	01.06.2018	02.07.2018	01.08.2018	04.09.2018
S&P 500	2696	2822	2668	2582	2655	2745	2727	2813	2897
Изменение		4,7%	-5,5%	-3,2%	2,8%	3,4%	-0,7%	3,2%	3,0%
VOO	247	259	246	236	243	251	250	258	266
Изменение		4,9%	-5,0%	-4,1%	3,0%	3,3%	-0,4%	3,2%	3,1%

Как видим, изменения цен происходят почти синхронно.

Таких индексных фондов и ETF в сегодняшнем мире тысячи. И инвестиции в эти фонды растут год от года. Сегодня более трети всех инвестиций в мире происходит во взаимные индексные фонды и ETF. Инвестирование в индексные фонды называют пассивным индексным инвестированием. Философия пассивного индексного инвестирования: не переиграть тот или иной индекс, а получать доход или убытки в точном соответствии с доходом или убытками соответствующего индекса.

Выше мы обсуждали, что индекс акций крупных компаний США S&P 500 дает на длинных интервалах среднюю доходность

10–11 % годовых. Это очень приличная доходность. И пассивный инвестор говорит себе: «Я не буду гнаться за еще более высокими доходами. Меня такие цифры доходности вполне устраивают? Тем более что я не умею сам анализировать компании, чтобы выбрать наиболее перспективные из них, а найти хороший активный фонд, специалисты которого дадут доходность выше, чем индекс, очень сложно. Обычно у них получается хуже, чем дает индекс. В этих обстоятельствах вполне разумно отказаться от попыток переиграть рынок. Лучше уж получить такую доходность, которую даст индекс».

Надо сказать, это рассуждение вполне разумно. И именно его разумность явилась причиной триумфальной победы индексных фондов над фондами с активным управлением. Однако мы в следующих главах рассмотрим и другой подход. Ведь мы с самого начала стали руководствоваться Правилом № 2 «Не доверяй своих денег профессионалам». Поэтому управляемые профессионалами активные взаимные фонды нас тоже не привлекали с самого начала. Но можем ли мы соревноваться с индексом? Возможно ли его переиграть? Мы будем это подробно обсуждать в дальнейшем.

Шаг 28. ЧТО ДАЛЬШЕ?

Вот мы и добрались до конца этой длинной и не слишком простой главы. Теперь мы знаем не только для чего инвестировать, но и в какие инструменты инвестировать. Нам осталось только понять, как инвестировать, чтобы в долговременном плане приумножить свой капитал и достичь своих инвестиционных целей.

Здесь существуют разные мнения и разные подходы. Эти разные подходы постоянно конкурируют между собой. Приведу слова из книги Пэта Дорси «Маленькая книжка, которая принесет вам состояние»:

«Существует много способов зарабатывать деньги на фондовом рынке.

Можно играть по правилам Уолл-стрит, внимательно следя за трендами и пытаясь угадать, какая из компаний превзойдет прогноз прибыли за очередной квартал, но в этой игре вы столкнетесь с большой конкуренцией.

Можно покупать акции, демонстрирующие сверхбыстрый рост цены, но вы рискуете тем, что после того, как они окажутся у вас на руках, не найдется покупателей, готовых предложить за них еще более высокую цену.

Можно скупать без разбору очень дешевые акции, не обращая внимания на качество выпустивших их компаний с точки зрения перспектив их экономического роста. Но при наступлении очередного кризиса тот доход, который вы получите от возросшей стоимости акций тех компаний, которым удастся выкарабкаться из кризиса, может не перекрыть убытки, понесенные на акциях разорившихся компаний.

Или можно просто покупать акции действительно хороших компаний по разумной цене и дать им возможность расти на протяжении достаточно долгого периода времени».

Я бы добавил от себя еще один способ зарабатывать деньги на фондовом рынке, который именно сейчас является суперпопулярным: купить в свой инвестиционный портфель несколько ETF или индексных взаимных фондов, копирующих несколько индексов облигаций и акций разных видов, и держать их долго. Кстати, метод «скупать акции дешевых компаний» тоже можно отнести к этому классу, ведь есть соответствующий индекс.

Конечно, есть и еще способы зарабатывать на фондовом рынке. Например, способы, основанные на так называемом техническом анализе.

И сейчас перед нами стоит очень важный вопрос: каким путем идти?

Прежде всего, я бы предложил разделить перечисленные стратегии на два больших класса: стратегии частой торговли и стратегии редкой торговли.

К стратегиям частой торговли отнесем первые две стратегии («угадай, кто превзойдет квартальный прогноз» и «покупай быстрорастущее»), а также стратегию, основанную на техническом анализе. При использовании этих стратегий надо совершать покупки и продажи на временных интервалах менее года, а иногда — вообще ежедневно. И каждая ценная бумага находится при этом в портфеле инвестора обычно недолго, менее одного года.

К стратегиям редкой торговли относятся «покупка хороших акций по разумной цене» и «покупка индексов». В этих случаях инвестор совершает покупки и продажи не чаще, чем раз в год, а обычно — гораздо реже. И ценная бумага находится в портфеле инвестора несколько лет.

Сразу скажу, что стратегии частой торговли вообще не будут рассматриваться в этой книге. При таких стратегиях надо уплачивать большие комиссии брокерам за операции купли-продажи

(по этой причине сами брокеры очень любят такие стратегии и постоянно подталкивают инвестора к ним). При этих стратегиях надо постоянно следить за рынком и принимать частые решения, что купить, а что продать. Это делает жизнь очень увлекательной игрой, конечно. Инвестор (который в этом случае является спекулянтом, а не инвестором) постоянно испытывает приливы то положительных, то отрицательных эмоций. Но если у него есть в жизни еще что-то, чем такой спекулянт хочет заняться, то с этим будут большие проблемы. Однако самое главное, что в этом случае спекулянт играет в игру с нулевой суммой с очень умными, высокообразованными, предельно информированными, напористыми и работоспособными зубрами с Уолл-стрит. Я лично не верю, что смогу систематически выигрывать в такой игре. Честно говоря, я не верю, что я смогу выигрывать даже не систематически. Тем более что я не верю и в сами принципы таких подходов.

Но это лишь мое частное мнение. Правило № 1 все время работает. Не доверяйте мне. Хотите — попробуйте. Для этого вам сначала надо закрыть эту книжку, она не представляет для вас дальнейшего интереса. Вам надо почитать другие работы. Их очень много, вы не испытаете проблем с выбором. А дальше мы пойдем лишь с теми, кто хочет освоить стратегии редкой торговли и долгосрочного владения активами.

Но таких стратегий у нас две: «Купи акции хороших компаний по разумной цене» и «Сформируй портфель из индексов».

Можно эти две стратегии назвать и по-другому: «Путь Уоррена Баффета» и «Путь Джона Богла».

А можно так: «Я верю, что акции хороших компаний, купленные по разумной цене, в долговременном плане дадут доход выше среднего дохода по рыночному индексу» и «Я не верю, что какими-то стратегиями можно получить доход выше среднего дохода по рынку».

Лично мне нравится долгосрочное инвестирование на основе фундаментального анализа компаний, то есть тот путь, которым шел и идет Уоррен Баффет. Но я отдаю должное и пас-

сивному индексному инвестированию. С его помощью, безусловно, можно сохранить и приумножить свой капитал. И никто не доказал пока с научной строгостью, что долгосрочное инвестирование в отобранные акции хороших компаний позволяет получить более высокую доходность, хотя нестрогие доказательства этого имеются. Впрочем, также имеются и опровержения этих доказательств. Проблема состоит еще и в том, что в этой области — инвестирование — вообще почти ничего нельзя доказать с научной строгостью. Тем инвестирование и интересно.

Мы должны изучить оба подхода. Потому что оба подхода позволяют получать устойчивый долговременный доход и реализовать свои инвестиционные цели.

Поэтому дальнейший план такой:

В следующей, четвертой главе мы изучим путь Уоррена Баффета.

В пятой главе мы изучим принципы построения инвестиционного портфеля. Эти принципы не зависят от того, каким инвестированием мы занимаемся.

В шестой главе мы обсудим путь Джона Богла и дискуссии между сторонниками пассивного и активного инвестирования, аргументы обеих сторон, там же я попытаюсь изложить личные соображения о том, что эти два пути имеют больше общего, чем разного, и их можно применять совместно, причем многими способами, и вообще, не такие уж разные эти два подхода.

Выводы из третьей главы

1. Основных инструментов, в которые инвестирует разумный инвестор на долгосрочной основе, пять:
 - облигации;
 - акции;
 - недвижимость;
 - золото;
 - наличные.
2. Кроме этих основных инструментов существуют еще наборы ценных бумаг (НЦБ), многие из которых называются индексами. Другие НЦБ индексами не называются. В любом случае, наборы ценных бумаг также используются для разумного долгосрочного инвестирования.
3. Конкретные наборы ценных бумаг создаются отбором из всех возможных ценных бумаг, либо по определенным правилам (критериям отбора), либо по выбору определенных людей (Уоррен Баффет), либо по определенным правилам с учетом выбора определенных людей (формирование индекса S&P 500).
4. Экономическая история XX века показывает, что на длинных интервалах времени только один инструмент позволяет инвестору надежно и значительно упрочить свое благосостояние с учетом инфляции. Это акции. Другие инструменты дают довольно скромную реальную (с учетом инфляции) доходность. При этом акции являются очень волатильным инструментом. Иногда по несколько

лет подряд акции могут приносить убытки. Несмотря на это, в целом, на длинных временных интервалах в 30–40 лет и более индексы акций дают среднегодовую номинальную доходность 10–11 процентов, что соответствует примерно 6–7 процентам реальной (с учетом инфляции) среднегодовой доходности.

5. Для того чтобы частный инвестор мог инвестировать в индексы, существуют индексные фонды. Они бывают двух типов: взаимные индексные фонды и ETF. Акции этих фондов весьма точно повторяют все колебания (в процентном отношении) того индекса, который они копируют. Поэтому для частного инвестора покупка акций такого фонда оказывается эквивалентна «покупке соответствующего индекса». Купив, например, одну акцию такого фонда, инвестор как бы вкладывается в целый набор акций или облигаций, которые представлены соответствующим индексом.
6. Существует еще и другой тип взаимных фондов: активно управляемые взаимные фонды. Эти фонды управляются специалистами для того, чтобы взять на себя заботы частных инвесторов-непрофессионалов о приращении их капиталов. Однако факты говорят о том, что такие фонды довольно часто дают инвесторам доходность ниже, чем индекс S&P 500 или другие индикаторы соответствующего рынка. Поэтому разумный инвестор стоит перед выбором: либо вложить средства в индексный фонд (или несколько индексных фондов), либо самому выбирать ценные бумаги в свой инвестиционный портфель. И в том, и в другом случае инвестору необходимо научиться выбирать: либо индексные фонды, которые он включит в свой портфель, либо ценные бумаги, которые он включит в свой портфель.
7. Поэтому в следующих главах мы изучим оба подхода к инвестированию. А затем обсудим возможность их сочетания.

Успехов вам в инвестировании!

Глава 4

ПУТЬ УОРРЕНА БАФФЕТА

Очень плохо, когда инвестор ложится спать, думая о курсе акций. Правильнее думать о результатах работы компании.

Уоррен Баффет

Шаг 29. **ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОВ**

В этой главе мы будем пристально рассматривать основной инвестиционный инструмент; тот, который сулит наибольший доход; тот, который является предметом самого пристального изучения специалистов; тот, который позволит нам стать финансово независимыми — мы займемся акциями. В этой главе разговор пойдет только о них, об акциях.

Любой, кто входит в мир инвестиций, кто открывает счет у брокера и устанавливает на свой компьютер торговую платформу, любой такой новичок поначалу оказывается огулушен обилием свалившейся на него информации. Тысячи различных акций, котировки которых движутся постоянно, причем в разные стороны. Масса советов маститых специалистов, которые часто противоречат один другому. Тонны специальных экономических терминов и малопонятных рассуждений об их взаимосвязи. У человека часто возникает ощущение, что он из привычного мира попал в совершенно другой, непонятный ему мир, и этот мир пугает.

Все это так и есть. Новичок действительно попадает в особый мир. У многих возникает такое ощущение от этого нового мира: «казино». Все время какие-то акции за один день растут в цене на 5, 10 или 15 процентов, а другие катастрофически падают в цене (причем оказывается, что на падении можно тоже зарабатывать). Возникает чувство, что ты попал в игровой зал, где серьезные парни играют на большие деньги. Это ощущение заставляет людей вести себя по-разному в зависимости от их темперамента:

— Одни разворачиваются и навсегда уходят из этого бедлама в прочный и привычный мир, где нет места биржевым котировкам.

— Другие решают рискнуть и поставить на акцию, которая, вроде бы, хорошо растет, чтобы через день, неделю или месяц продать ее по более высокой цене, чем она была куплена. Иногда это удается. Иногда нет.

— Есть и такие, кто за всей этой биржевой кутерьмой пытается увидеть порядок и закономерность. Со времен Бенджамина Грэма, который является родоначальником этого подхода, такие инвесторы называют себя **долгосрочными стоимостными инвесторами (Value Investors)**. Затем, чуть позже, возник подход, который ассоциируется с еще одним великим первопроходцем — Филиппом Фишером, этот подход получил условное название **инвесторы в долгосрочный рост (Growth Investors)**. У этих двух подходов общий принцип — выбрать акции хороших компаний и держать их долго. Но вот что такое хорошие компании — это у них немного разнится. Для Грэма — это компании с хорошим бизнесом, но, прежде всего, недооцененные по стоимости акций. А для Фишера — это акции хороших компаний, не переоцененные по стоимости, но, прежде всего — акции компаний с очень перспективным, развивающимся бизнесом. Кажется бы, на первый взгляд — отличие в нюансах. Но именно нюансы играют в инвестировании очень большую роль. Поэтому такая небольшая разница вылилась в существенные отличия в отборе акций. Инвесторы, выбравшие эти подходы, идут путем отбора акций таких компаний, которые имеют реальные шансы продемонстрировать показатели доходности выше, чем средние по рынку. В первом случае потому, что со временем рынок оценит, что акции компании стоят слишком дешево, а во втором случае потому, что со временем компания разовьет свой бизнес более высокими темпами, чем в среднем это получается у других компаний, акции которых обращаются на рынке.

Мы в этой главе изучим именно это направление, которое выбрали Бенджамин Грэм и Филипп Фишер, которого придерживался Уоррен Баффет (прекрасно владеющий и методами Грэма, и методами Фишера — и успешно их совмещающий).

Все великие идеи просты. Мы будем основываться на двух простых идеях о том, как «приручить» дикий биржевой рынок и использовать его для своих корыстных целей.

1. Чтобы понять, что будет происходить с ценами акций в долгосрочной перспективе, следует вспомнить, что акция — это не просто бумага и не просто точка на графике изменения цены. Акция — это доля владения бизнесом конкретной компании, которая выпустила эту акцию. И если компания хороша, если компания стабильно приносит прибыль, если компания успешно развивается, то и акция хороша, и цена этой акции со временем обязательно вырастет. Вырастет независимо от того, как эта цена колеблется на коротких промежутках времени. Действительно, если фирма, благодаря тому что она постоянно растет, производит все больше продукции и зарабатывает все больше прибыли, если такая фирма через, скажем, пять лет удвоила все свои показатели: годовая выручка, прибыль, объем своего имущества и так далее — то просто не может быть, что цена ее акций и суммарная цена всей такой фирмы не увеличилась, а осталась на прежних значениях. Цена обязательно вырастет. Бенджамин Грэм говорил: «Если бизнес растет успешно, то и с акциями в конечном счете происходит то же самое».
2. Следует смотреть на биржу, как на своего коллегу — назовем его вслед за Бенджамином Грэмом «Мистер Рынок», — с которым вы на паях владеете разными компаниями. «Мистер Рынок» имеет сложный характер. Но в целом он очень любезен, а иногда и забавен. Его проблема состоит в том, что он невротик. Этот любезный и совершенно необидчивый человек каждый день приходит к вам и предлагает цену, по которой он готов купить вашу долю в фирме или — на ваш выбор — продать вам свою долю. Часто его цена довольно разумна. Но иногда из-за своего характера он впадает в мрачную депрессию, необоснованно считает бизнес плохим и называет совершенно ничтожную цену (почему бы вам не купить его долю по этой «бросовой» цене?). А иногда он находится в состоянии столь же необоснованной эйфории и оценивает ваш бизнес по неоправданно высокой цене (почему

бы вам не продать ему свою долю по этой очень выгодной для вас цене?). Причем вы можете игнорировать визиты Мистера Рынка. Он совершенно не обижается, когда вы гоните его в шею. На завтра он опять придет к вам с любезной улыбкой и с новым предложением цены. Самое главное для вас — не подумать, не дай бог, что этот человек является глашатаем верной цены бизнеса. Не поддавайтесь под его влияние. Наоборот, используйте его странные причуды к своей пользе, когда появляется такая возможность.

Вот на этих двух простых, но мудрых идеях основан подход, который назван в этой главе «Путем Уоррена Баффета». Уоррен Баффет — ученик, друг и в прошлом сотрудник фирмы Бенджамина Грэма — потом, когда он уже работал самостоятельно, развил и углубил идеи своего учителя. В своей последующей практике он воспользовался также и подходом, который развивал Филипп Фишер. В результате родился научный метод инвестирования. Его суть состоит в том, что надо попытаться оценить будущее той или иной компании, акции которой обращаются на бирже. Если эту фирму ждет стабильное развитие, то ее акции будут расти в цене. Если при этом оказывается, что сегодняшняя цена ее акций разумна, а еще лучше — занижена, то эти акции стоит покупать.

Понятно, что спрогнозировать будущее компании, как и вообще любое будущее, не всегда получается. Но инвестору ведь и не надо предсказывать будущее любой фирмы, акции которой торгуются на бирже. Ведь если инвестор отберет всего десять-двадцать хороших компаний, будущее которых он может довольно уверенно прогнозировать, то ему этого будет вполне достаточно. Он купит акции этих компаний и проигнорирует тысячи других фирм, в которых он не столь уверен. Конечно, и в этих отобранных фирмах инвестор тоже будет иногда ошибаться. Ведь будущее любого бизнеса неопределенно. Например, могут возникнуть непредвиденные обстоятельства, которые разрушат бизнес фирмы. Мы будем обсуждать в этой главе такие случаи тоже. Вот почему, купив однажды акции действительно хорошей фирмы, инвестор не может почивать на лаврах. Раз в год надо

проверить, не образовались ли на горизонте данной компании тучи, которые могут предвещать ураган. По той же причине инвестор не может остановиться лишь на одной, пусть самой лучшей компании. Для уверенности надо их выбрать несколько.

Также понятно, что инвестор может при таком подходе пропустить какую-то поистине замечательную компанию с великолепными будущими результатами ее деятельности и, соответственно, стремительным взлетом цены ее акций. Ведь инвестор может просто решить, что он недостаточно глубоко понимает бизнес компании, либо просто не заметить эту замечательную фирму среди тысяч других компаний, акции которых обращаются на бирже. Как быть с этим? С этим стоит смириться. Надо постоянно повторять себе, что инвестирование — это не спорт. Здесь нет необходимости занять первое место и встать на ступеньку пьедестала почета. Тем более что чемпионы в спорте постоянно меняются, а у инвестора другая задача — ему лучше бы из года в год демонстрировать хорошие результаты, желательно — в среднем выше средних значений рынка, пусть и не рекордные. Дело в том, что стабильно хорошие результаты в инвестициях приводят к значительно более высокому общему итогу в результате долгого пути, чем рекордные в отдельные годы, но не стабильные результаты.

Итак, Бенджамин Грэм, Филипп Фишер и Уоррен Баффет научились сами и научили всех желающих выбирать компании, счастливое будущее которых можно предсказать с определенной уверенностью. Это фирмы с особым свойством, которое мы вслед за Баффетом будем называть **долгосрочным конкурентным преимуществом**. Большая часть этой главы будет посвящена именно тому, как найти такие компании.

Уже сейчас, думаю, многим читателям понятно, что для поиска таких перспективных компаний надо смотреть не на то, как ведет себя цена ее акций на бирже. Надо рассматривать сам бизнес фирмы, купить акции которой, а следовательно, стать владельцем которой вы собираетесь — или обдумываете это.

Анализ бизнеса фирмы — довольно непростая процедура. Сможет ли новичок в инвестировании и не специалист в эконо-



мике освоить это? Да. Сможет. Это совсем не так трудно, как кажется поначалу. Можно даже существенно упростить свою работу, если опираться на уже готовые результаты, полученные специалистами по стоимостному инвестированию. К вашим услугам сайт www.morningstar.com. Но перед тем как идти на этот сайт и получать рекомендации специалистов, надо все же нам самим разобраться с этим понятием — долгосрочное конкурентное преимущество. Ведь первое правило инвестора — никому не доверяй, все проверяй сам — по-прежнему действует.

Небольшое отступление. Еще в 19 веке экономисты пришли к выводу, что если все бизнесмены будут действовать абсолютно рационально (есть возможность заработать копейку — зарабатываем), и все они обладают полной информацией не только о своем бизнесе, но и о бизнесе всех своих конкурентов, а также вообще обо всех бизнесах, то в такой ситуации прибыль всех бизнесов будет стремиться к нулю. Они практически ничего не будут зарабатывать. Я не буду приводить строгого доказательства, но суть его очень проста. Если я вижу, что мой сосед занимается бизнесом и зарабатывает на продаже своих изделий, скажем, 10 копеек на каждой штучке, то я тоже открою такое же дело и буду конкурировать с ним, установив цену на 5 копеек ниже его. И буду зарабатывать по 5 копеек на штучке. Поскольку 5 копеек это лучше, чем ничего, то я, как рациональный человек, выберу этот вариант и создам такой бизнес. После такого моего шага мой сосед не сможет уже держать прежнюю цену. Он, чтобы конкурировать со мной, тоже снизит на 5 копеек цену продукции. Теперь нас уже двое, и мы оба зарабатываем только по 5 копеек на каждой штучке нашей продукции. Но после этого кто-то третий начнет делать эти же изделия всего за 2 копейки прибыли, чтобы победить нас в конкурентной борьбе. Поскольку две копейки — это больше, чем ничего. И так постепенно прибыль у нас всех станет практически нулевой. Это свойство называли эффективностью рынка. Эффективный рынок — к радости потребителей и грусти производителей — под влиянием конкуренции постоянно снижает цены. При этом производители почти не зарабатывают прибыль.

Этот принцип эффективного рынка высмеян многими. Ведь люди знают, что это далеко не всегда так в реальности. Есть компании, которые из года в год зарабатывают огромные прибыли. И не боятся конкуренции. В чем же ошибка? Ошибки нет. Не всегда верны исходные предположения. Люди не всегда рациональны. Они часто эмоциональны. И люди не владеют всей информацией. В тех же случаях, когда люди владеют всей информацией, например, когда изделие очень простое, и у них нет эмоциональной окраски при покупке или продаже, то рынок становится эффективным. Никто почти ничего не зарабатывает. Возьмем, например, производство сахара-рафинада. Чем производители рафинада могут конкурировать друг с другом? Только ценой. Они вынуждены постоянно снижать цену, чтобы оставаться в бизнесе. Ведь вы, как покупатель сахара-рафинада, совершенно не интересуетесь тем, какая фирма его произвела или насколько красива его упаковка. Который дешевле — тот и берете. То же самое при производстве простых шариковых ручек. То же при производстве картона, бумаги, пиломатериалов, маек-футболок, металлопроката и многого другого.

Таких бизнесов очень много. Их подавляющее большинство. Это очень тяжелые бизнесы. Их владельцы бьются за каждую копейку, они с трудом сводят концы с концами. Им постоянно не хватает денег для ведения бизнеса. Поэтому у них всегда много заемных средств. И им приходится постоянно платить проценты банкам для обслуживания долга. Если ставки банковских процентов возрастают, то часто вместо копеечной прибыли у этих бизнесов образуются убытки. И бизнес начинают понемногу тонуть. И даже самый умелый управляющий не может изменить общую ситуацию, в которой существует такой бизнес. Мы не хотели бы быть владельцами таких бизнесов, верно?

Но есть и другие бизнесы. Есть бизнесы, в которых на каждый доллар продаж прибыль составляет 20, 30 и даже 40 центов. И такое может продолжаться десятилетиями. А конкуренты почему-то не могут никак построить такой же бизнес и начать конкурировать ценой, снижая прибыль почти до нуля. Что это за бизнесы такие особенные?

Баффет как-то сказал, что он бы хотел владеть бизнесом по производству автомобилей «Порше»: **«Покупатели и владельцы этих машин не хотят, чтобы эта машина стоила дешево»**. Вот это бизнес! Включилась человеческая эмоция. Марка Porsche — это престиж, это значит, что ее владелец — богатый человек. И бизнес Porsche может получать очень большую прибыль, может постоянно повышать цены на свою продукцию. Люди не будут возражать. Они будут покупать эти автомобили. Следовательно, для Porsche рынок не является эффективным. Он защищен от конкурентов. Чем? Своим брендом! Корейцы, вероятно, выпускают очень хорошие автомобили. Но они никогда не будут продаваться с такой прибылью, как Porsche, по крайней мере, пока какой-то их бренд не станет столь же знаменитым, чтобы включилась эмоция покупателя.

Посмотрим на фирму Gillette, акции которой Баффет купил в большом объеме. Он говорил: «Владея фирмой Gillette, вы можете спать спокойно, зная, что, пока вы спите, у миллиардов мужчин на планете растёт борода». Бренду Gillette удалось стать в сознании людей синонимом бритвенных принадлежностей высокого качества. Фирма может не волноваться за свою прибыль. Она может повысить цены на свою продукцию во времена высокой инфляции. Потребители отнесутся к этому с пониманием и не изменят своей привычке бриться лезвиями фирмы Gillette.

Marlboro — самые популярные в мире сигареты. Баффет говорил: «Я вам скажу, почему мне нравится табачный бизнес. Себестоимость пачки сигарет 1 цент, продается она за 1 доллар. Курение вызывает привыкание. И у потребителей существует фантастическая лояльность к бренду».

Фирма Johnson & Johnson выпускает масло Baby Oil, которое предпочитают для своих новорожденных мамы во всем мире. Может быть, есть и другое хорошее средство от опрелостей у новорожденных, но Baby Oil проверено поколениями, а молодые мамы не хотят рисковать.

McDonald's является синонимом бургера, и миллионы людей во всем мире, желая быстро перекусить, заходят в ближайший McDonald's, зная, что там их ждет привычный вкус бутер-

брода. Этот вкус будет неизменен, в какой бы стране вы ни находились.

Все эти фирмы могут себе позволить установить цену своей продукции, которая обеспечит приличную, и даже очень солидную прибыль, не особо опасаясь конкурентов. Все эти фирмы обладают **ДОЛГОСРОЧНЫМ КОНКУРЕНТНЫМ ПРЕИМУЩЕСТВОМ**. Они не работают в условиях ценовой конкуренции, как производители картона или пиломатериалов. Для них рынок не является эффективным. Баффет говорил: «Если бы рынки были эффективными, я бы стоял на перекрестке с протянутой рукой и просил милостыню».

Пытаясь объяснить, в чем смысл конкурентного преимущества, Баффет сравнил фирму, обладающую долгосрочным конкурентным преимуществом, со средневековым замком, который окружен рвом с водой. Это ров мешает атакующим (конкурентам — в нашем случае) овладеть замком. А ведь таких рвов может быть много, они могут быть разной формы, а иногда это могут быть не рвы, а какие-то другие защитные приспособления.

Остановимся на этом важном моменте. «Экономический ров» — что это? Почему он защищает фирму от конкурентов? Почему он позволяет фирме держать достаточно высокую цену (а следовательно, и прибыль) своей продукции, не сильно опасаясь конкурентов? Насколько долго такая привилегия будет сохраняться? Быстро растущая компания — это всегда компания с долгосрочным конкурентным преимуществом (экономическим рвом) или нет? Не слишком ли сложно для непрофессионала искать компании с таким свойством, как долгосрочное конкурентное преимущество?

Давайте последовательно.

1. Экономический ров — это такая особенность, такая привилегия компании, которую не так-то просто заполучить конкурентам. Хотя они, конечно, будут постоянно пытаться это делать. Эта привилегия позволяет компании устанавливать такую цену на свою продукцию, которая позволяет получать солидную прибыль, и при этом

не особо опасаться конкурентов. Мы научимся находить компании с такими свойствами уже на следующем шаге. Кроме того, на сайте Morningstar работа по выявлению таких компаний **уже выполнена специалистами**. И можно просто воспользоваться результатами. С этим мы тоже разберемся.

2. Если мы видим, что компания быстро растет, что год от года у нее существенно растет объем продаж и прибыль, то это, конечно, означает, что у компании имеется конкурентное преимущество. Но совсем не обязательно это будет **долгосрочное** конкурентное преимущество. Оно может оказаться краткосрочным и через год-два прекратиться. Скорее наоборот: компания, которая растет не столь высокими темпами, но стабильно, чаще обладает долгосрочным конкурентным преимуществом.
3. Ничто не вечно под луной. Ров с водой перед замком, конечно, сдерживает атакующих. Но он не означает, что такой замок никогда не будет взят неприятелем. Если вы поинтересуетесь, сколько лет существуют фирмы, акции которых сегодня торгуются на бирже, то вы найдете очень мало, буквально единицы компаний, которые существуют сто и более лет. Куда же делись все те многочисленные компании, акции которых торговались на биржах сто лет назад? Они умерли. Фирмы умирают, как и люди. И фирмы с бывшим конкурентным преимуществом умирают тоже. Но сначала они лишаются своего конкурентного преимущества. Под натиском конкурентов со временем разрушается большинство экономических ровов. Однако долгосрочное конкурентное преимущество на то и долгосрочное, что этот процесс может идти очень долго, часто — десятилетиями. Поэтому нам важно найти такие фирмы, преимущество которых будет длиться достаточно долго. И еще важно примерно раз в год проверять, не заканчивается ли оно.
4. А почему бы не удовлетвориться акциями фирмы с краткосрочным конкурентным преимуществом? Ну, прода-

дим ее через пару лет, купим другую. Если такой вопрос у вас возник, перечитайте первую главу. Мы там подробно разбирали, почему важно, купив акции, держать их долго. Но есть и еще одна причина. Под влиянием эмоций участников рынка цены акций на бирже постоянно и довольно существенно колеблются. Если мы держим акции хорошей фирмы лет 10–15, то мы можем быть достаточно уверены, что за такое время уже накопятся положительные изменения в основных показателях ее деятельности, которые обязательно отразятся на цене ее акций. А за один-два года такое может еще не произойти.

Итак, есть такой портал — Morningstar. Там аналитики исповедуют идеологию Уоррена Баффета и других активных инвесторов. Они распознают экономические рвы. И для очень многих компаний у них уже определен (и постоянно перепроверяется, и иногда пересматривается) этот показатель: наличие или отсутствие экономического рва. Этот показатель в Morningstar может иметь три значения:

— **Широкий ров (Wide Moat)**, означает сильное и долговременное конкурентное преимущество.

— **Узкий ров (Narrow Moat)**, означает наличие конкурентного преимущества в настоящее время, однако есть опасность, что в будущем оно может достаточно легко разрушиться под натиском конкурентов.

— **Нет рва (None)**, означает отсутствие конкурентного преимущества, компания может бороться с конкурентами главным образом ценой. Следовательно, прибыль на каждый доллар выручки у нее, как правило, невелика. Акционеры такой компании не могут надеяться на стабильный долговременный рост экономики фирмы.

Всего в Morningstar анализируется более 18 700 компаний со всего мира. Широкий экономический ров выявлен примерно у 500–600 из них (состав и число таких компаний меняется со временем). Как видим, долгосрочное конкурентное преимущество — это достаточно редкое явление. Только примерно три процента компаний им обладают.

Шаг 30. КАК НАЙТИ «РОВ»?

Это, конечно, радует, что специалисты Morningstar уже все рассчитали, а нам остается только воспользоваться их рекомендациями. Но мы должны и сами понимать суть понятия «экономический ров» (другими словами, «долгосрочное конкурентное преимущество») и уметь находить его в каждом конкретном случае. Ведь без этого у нас не будет уверенности в том, что отобранные нами компании сумеют пережить все превратности судьбы, в том числе — падения рынка, когда такое произойдет. А падение рынка обязательно произойдет, ведь рынки цикличны.

Тут нам на помощь может прийти книжка, которую написал аналитик компании Morningstar Пэт Дорси. Она называется: «Маленькая книжка, которая принесет вам состояние». Книжка имеет подзаголовок: «Уникальная формула поиска выгодных инвестиций».

Конечно, есть много книг, где с разной степенью подробности и точности растолковывается подход к инвестициям человека, которого называют самым успешным инвестором — Уоррена Баффета. Я мог бы назвать книги, которые невестка Баффета — Мэри Баффет — написала совместно с сотрудником фирмы Уоррена Баффета — Дэвидом Кларком. Упомяну их книгу «Практическая баффетология» и книгу «Инвестиционный портфель Уоррена Баффета». Есть хорошая, но довольно большого объема книга Роберта Хагстрема с длинным названием «Уоррен Баффет. Как 5 долларов превратить в 50 миллиардов. Простые правила великого инвестора». И можно было бы назвать ряд других книг о стратегии Уоррена Баффета.

Но мне лично нравится «Маленькая книжка...» Пэта Дорси. Она, действительно очень маленькая, но очень концентрированная. В 250 страничек карманного формата влезли многолетний опыт Пэта по поиску компаний с долгосрочным конкурентным преимуществом. На основании этого опыта он выделяет лишь четыре признака того, что у компании есть долгосрочное конкурентное преимущество.

1. Компания может обладать **нематериальными активами**, такими, как **торговая марка, патенты, специальные лицензии**, позволяющими ей продавать продукты и услуги, с которыми конкуренты соревноваться не могут. Эти патенты, бренды и государственные лицензии обеспечивают компании привилегированное положение на рынке. Любая фирма, обладающая таким нематериальным активом, превращается в мини-монополию, что позволяет ей разговаривать с клиентами с позиции силы.

Тут только надо очень аккуратно выбирать. Например, Sony — очень известный бренд. Но готовы ли покупатели платить за телевизор этой марки больше, чем за телевизор марки Philips, Samsung или Panasonic? Вряд ли. Перечисленные — тоже вполне достойные бренды, а их продукция мало отличается от продукции Sony. Поэтому с брендами надо быть осторожным и внимательным. А вот другой бренд — сигареты Marlboro — самые продаваемая марка сигарет в мире. Фирма Philip Morris (тикер PM), которая их выпускает, имеет, конечно, долгосрочное конкурентное преимущество, поскольку курильщик не поменяет свою любимую марку на какую-то другую только потому, что та несколько дешевле.

Патенты тоже требуют внимания. Несколько патентов не спасают фирму от конкурентов. Но вот, например, у фирмы 3М (тикер MMM) имеются тысячи патентов, что дает ей реальное конкурентное преимущество. То же можно сказать и о многих фармацевтических гигантах.

Лицензии, которые выдаются государством на ту или иную деятельность, существенно сужают круг конкурентов, кото-

рые уже ведут бизнес в данных областях, а иногда просто ликвидируют конкурентов, делая данную фирму монополистом. Тем самым создают экономический ров. Здесь могут быть самые разные лицензии: от лицензий на работу в качестве рейтинговых агентств (например, Moody's) до лицензий на разработку карьера или вывоз мусора.

2. Иногда сущность бизнеса компании делает очень трудным для клиента уход от данной компании к какой-то другой из-за **издержек перехода**.

Возьмем для примера фирму Oracle. Если в какой-то компании, которая ведет всю свою информацию на основе СУБД Oracle, захотят поменять СУБД на какую-нибудь другую, это не только будет стоить ей денег, но и займет приличное время. Кроме того, надо будет переучить всех сотрудников на пользование другой СУБД. Но самое страшное — это возможность ошибок в процессе такого перехода. Информация копится в фирме годами, и опасность потерять ее — это слишком большой риск. Вот почему клиент согласится платить за использование данной СУБД немного больше, только чтобы ничего не менять. То же самое можно сказать о программном обеспечении фирм Adobe или Autodesk (разработчик программы AutoCAD).

Фирмы, которые занимаются управлением финансовыми активами своих клиентов (брокеры, взаимные фонды, биржевые фонды, инвестиционные консультанты), также обладают этим преимуществом. Даже если клиент не очень доволен, как управляются его финансы, он без особенных причин поостережется уходить к другому управляющему, которого он не знает. Пример — инвестиционная компания BlackRock (тикер BLK), которая в последние 5 лет имеет 29 центов чистой прибыли в каждом долларе своей выручки.

3. Еще один вид долгосрочного конкурентного преимущества — **сетевая экономика**. Речь идет не просто о больших фирмах с большим числом филиалов, как например,

сеть розничной торговли «Пятерочка» или сеть заправок «Лукойл». Потому что сам факт большой сети не делает клиента приверженцем именно этой сети. Если тот же продукт в другом магазине стоит дешевле, клиент купит его в другом магазине.

Но бывает и так, что ценность продукта или услуги возрастает, если им пользуются многие. Например, будете ли вы пользоваться мессенджером, у которого мало клиентов? Скорее всего — нет. Вам нужен такой, где вы сможете связаться со всеми вашими друзьями. Или возьмем операционную систему Windows, или программный продукт Microsoft Office. Вам выгодно их установить хотя бы потому, что они у очень многих уже установлены. У вас будут заведомо совместимые файлы, вы всегда сможете получить консультацию по какой-то проблеме.

То есть, существуют такие продукты и услуги, которые тем ценнее, чем большее число людей ими уже пользуется. Характерными примерами являются eBay, AVITO, Facebook. Люди обращаются к этим сервисам, поскольку все ими пользуются, и там много предложений, которые ищет человек. А все ими пользуются потому, что все уже ими пользуются, значит надо и мне. Для таких компаний характерно, что их меньшие по размерам конкуренты умирают, а они все растут за счет все новых и новых клиентов. Вот это и есть сетевая экономика.

4. Некоторые компании имеют конкурентное **преимущество в затратах** благодаря своему местоположению, особенности технологических процессов, размерам или доступу к уникальным ресурсам. В то время, как три вышеперечисленных вида конкурентного преимущества дают возможность иметь солидную прибыль за счет более свободного установления и повышения цены на продукцию, данный вид преимущества дает возможность получать солидную прибыль за счет возможности выпускать продукцию с меньшими затратами, чем у конкурентов. Что может обеспечить более низкие затраты на долгое

время? Примером может служить производство тяжелых, но относительно дешевых изделий. Их невыгодно транспортировать на большие расстояния. Возьмем компанию по производству щебня. Щебень стоит примерно 7 долларов за тонну, а перевозка каждой тонны стоит примерно 0,1-0,15 доллара на одну милю. Поэтому везти его более чем на 50 миль невыгодно — перевозка становится дороже самого щебня. Поэтому все потребители, которые расположены в радиусе 50 миль от карьера, оказываются привязанными к данному поставщику. Если учесть, что новый карьер в США открыть очень трудно, поскольку местные общины не хотят такого грязного производства рядом с собой, то лицензия на добычу щебня (а также гравия или песка) становится серьезным конкурентным преимуществом.

Вот и все! Только эти четыре категории выделяет опытный Пэт Дорси в качестве признаков наличия у компании долгосрочного конкурентного преимущества. Других нет. Зато есть довольно много «обманок», когда преимущества нет, но кому-то по неопытности может показаться, что оно есть. Тут нужен определенный навык. Например, попробуйте самостоятельно решить, есть ли конкурентное преимущество у крупнейшего в США производителя куриных яиц Cal-Main Foods (CALM) или у биотехнологической компании Gilead Sciences (GILD)? Выберите по своему усмотрению еще 3-4 любые другие фирмы и постарайтесь самостоятельно определить, есть ли у них долгосрочное конкурентное преимущество. Руководствуйтесь при этом критериями, которые мы только что рассмотрели.

Шаг 31. ПОРТАЛ MORNINGSTAR

Уверен, что многие, кто попробовал определить наличие долгосрочного конкурентного преимущества у компаний, скажут: «Трудно», «Не получается». Что ж, это закономерно. Нужен навык. Как же приобрести навык, когда пока нет навыка? Вот здесь-то нам на помощь и приходит инвестиционный портал Morningstar и его специалисты, которые уже проделали всю эту работу и определили компании, обладающие конкурентным преимуществом. Сейчас мы разберемся, как это работает.

К сожалению, доступ к этой информации платный. Он доступен только для Premium Members. Но хозяева портала дают любому новичку двухнедельный пробный период, в течение которого плата не взимается. Если до истечения пробного периода вы откажетесь от дальнейшего использования данного сервиса, то ваша проба останется для вас бесплатной. Может так получиться, что, посмотрев все, что вам надо, вы поймете, что дальше вам не требуется пользование порталом на постоянной основе. Тогда вы можете отказаться и ничего не платить. Если же вам понравится использовать этот сервис, то доступ к Premium Members составляет 199 долларов в год (примерно 1160 рублей в месяц по сегодняшнему курсу).

Итак, начнем.

Набираем в поисковой строке браузера www.morningstar.com.

В верхней части экрана видим такую картинку:



Если вы нажмете на кнопку «Subscribe» и выполните необходимые действия по регистрации, то вы получите 14 дней бесплатного доступа в Premium Members.

Далее, в письме вам придут ссылки на основные продукты этого аналитического центра. В том числе — ссылки на интересные страницы:

Top Features of Your Morningstar Premium Membership

Stock Research	Managed Fund Research	Portfolio Management
Find a Stock Analyst Report Insight and opinions on almost 1,000 companies. All Stock Analyst Reports Recommended Buys Discover stocks that our analysts consider high-quality and "undervalued." 5-Star Stocks Wide Moat Stocks Premium Stock Screener Pinpoint the best stocks for you with our state-of-the-art stock screener. Choose from over 400 data points. Premium Stock Screener Stock Analyst Screens	Find a Fund Analyst Report Informed opinions on the strategies, portfolios, and performance of 2,000+ funds and almost 400 ETFs. All Fund Analyst Reports All ETF Analyst Reports Fund Medalists Fund Medalist by Category ETF Medalists Similar Funds Find good substitutes for funds closed to new investors, or, learn if a fund you're considering is too similar to one you already own. Similar Funds Premium Fund Screener Pinpoint the best funds for you with our state-of-the-art fund screener.	Portfolio Monitor Get a clear view on your investments with personalized reports about your portfolio. Receive monthly statements or on-demand whenever you need. Portfolio Monitor Portfolio X-Ray® Give your portfolio a thorough analysis. See your asset allocation, sector weighting, stock style and type, and international exposure. Portfolio X-Ray X-Ray Interpreter Get an impartial portfolio assessment and suggestions on how to improve diversification. X-Ray Interpreter

Если вы в левой колонке кликнете на «Premium Stock Screener», то вы попадете в страничку, где можно выбирать акции по разным критериям:

MORNINGSTAR® Welcome, Greg | [Log Out](#)

Visit the Morningstar Bonds Center [Visit the Mornings](#)

Membership Home Portfolio **Stocks** Bonds Funds ETFs CEFs Markets Tools Real Life Finance

Stock Screener (Prem) [Morningstar Stock Investor Free Download](#) [Premium Benefit](#)

Welcome to Premium Stock Screener. Here you can search through our database of thousands of stocks for just the kind you want. Please note: a pop-up blocker might need to be disabled to use this tool.

Premium Stock Screener [Help](#)

Select Data to Screen on:

[View All Data](#) | [Search for Data Points](#)

Matches Screen:

-- Click button to view results

И если в поле «Select Data to Screen on» кликнуть на слово «General», то распахнется список отбора. Интересующиеся могут познакомиться самостоятельно с теми широкими возможностями, которые он открывает для инвестора. А сейчас надо найти в списке строку «Morningstar Economic Moat» (Экономический ров Morningstar). Кликаем на него. Открывается окошко:

В окне «Select One» выбираем Wide (Широкий), а затем кликаем ОК внизу этого окошка. У нас получается вот такая примерно картинка:

Здесь внизу мы видим строку «582 stocks pass your screen» (582 акции удовлетворяют вашим критериям отбора). То есть сегодня (в разные дни это число немного разное) 582 различ-

ных компании имеют широкий экономический ров. Это то, что мы искали! Специалисты выбрали для нас акции компаний с долгосрочным конкурентным преимуществом. Сегодня их 582 штуки из всех акций и компаний, за которыми они следят. А всего они следят за более чем 18 000 акциями различных компаний со всего мира.

Если мы хотим, наконец-то, увидеть эти компании с долгосрочным конкурентным преимуществом, то нам надо просто кликнуть на круглую кнопку с треугольником, рядом с которой надпись «Click button to view results» (нажми кнопку, чтобы увидеть результаты). Тогда мы увидим такую картинку:

Results: 582 stocks Page: **1** of 24 [Prev](#) **1** **2** **3** **4** **5** **6** **7** ... **23** **24** [Next](#) ▶

▲ Stock Name	Morningstar Analyst Report	Morningstar Rating	Sector	Industry	Market Cap (\$ mil)	Dividend Yield %
☐ 3M.Co	05-24-18	★★	⚙️ Industrials	Diversified Industrials	118,335	2.54
☐ A.O. Smith Corp	--	★★★	⚙️ Industrials	Diversified Industrials	10,233	1.07
☐ ABB Ltd	--	★★★★★	⚙️ Industrials	Diversified Industrials	45,913	3.76
☐ ABB Ltd ADR	06-12-18	★★★★	⚙️ Industrials	Diversified Industrials	45,913	3.83
☐ Abcam PLC	--	★★★	⚕️ Healthcare	Biotechnology	3,764	0.82
☐ Abcam PLC ADR	--	★★★	⚕️ Healthcare	Biotechnology	3,764	0.27
☐ Abertis Infraestructuras SA	--	★★★★★	⚙️ Industrials	Engineering & Construction	19,550	4.45
☐ Abertis Infraestructuras SA AD	--	★★★★★	⚙️ Industrials	Engineering & Construction	19,550	4.53
☐ Abiomed Inc	--	★★★	⚕️ Healthcare	Medical Devices	18,441	0.00
☐ Accenture PLC A	06-28-18	★★	💻 Technology	Information Technology Services	107,777	1.58
☐ Actelion Ltd	--	★★★	⚕️ Healthcare	Biotechnology	--	0.00
☐ Adobe Systems Inc	06-22-18	★★★★	💻 Technology	Software - Application	124,800	0.00
☐ Advanced Info Service PCL ADR	--	★★★★★	📶 Commun Svs	Telecom Services	17,620	3.72
☐ Advanced Info Service PCL DR	--	★★★★★	📶 Commun Svs	Telecom Services	17,620	3.71
☐ Advanced Info Service PCL Shs	--	★★★★★	📶 Commun Svs	Telecom Services	17,625	8.14
☐ Aena SME SA	--	★★★	⚙️ Industrials	Infrastructure Operations	27,669	4.38
☐ Aena SME SA	--	--	⚙️ Industrials	Infrastructure Operations	--	0.00
☐ AIA Engineering Ltd ADR	--	--	⚙️ Industrials	Diversified Industrials	--	0.00
☐ Airbus SE	--	★★★	⚙️ Industrials	Aerospace & Defense	93,477	1.52
☐ Airbus SE ADR	--	★★★	⚙️ Industrials	Aerospace & Defense	93,477	1.51
☐ Airports Of Thailand PLC	--	★★★	⚙️ Industrials	Airports & Air Services	--	1.66
☐ Airports Of Thailand PLC ADR	--	★★★	⚙️ Industrials	Airports & Air Services	27,736	1.34
☐ Airports Of Thailand PLC DR	--	★★★	⚙️ Industrials	Airports & Air Services	--	1.24
☐ Airports Of Thailand PLC Shs F	--	★★★	⚙️ Industrials	Airports & Air Services	--	1.36
☐ Alibaba Group Holding Ltd ADR	06-12-18	★★★★	🛒 Consumer Cycl	Specialty Retail	487,945	0.00
S&P 500					27	0.00

Click the button to change screening criteria. 

Как мы видим в правом верхнем углу, весь список компаний с широким экономическим ровом занимает 24 страницы, и мы можем переходить от одной страницы к другой, просматривая акции компаний с долгосрочным конкурентным преимуществом.

Кажется, мы теперь знаем простой способ, как найти компании с широким экономическим рвом. Остался только один вопрос: можно ли доверять специалистам Morningstar? Ответ на этот вопрос уже был дан в первой главе книжки. Правило № 1. Поэтому, с уважением относясь к рекомендациям специалистов, нам надо все перепроверить самостоятельно. Прелесть нашего положения состоит в том, что у нас «только» чуть более пятисот компаний. Не так уж много. Наше преимущество перед теми инвесторами, которые не пользуются этими возможностями, состоит в том, что нам не надо как слепцам блуждать среди 18 000 компаний всего мира, чтобы выбрать фирмы с долгосрочным конкурентным преимуществом. И мы в дальнейшем научимся сокращать число требующих нашего внимательного анализа компаний еще сильнее, задав в Premium Stock Screener дополнительные критерии отбора (например, очевидный дополнительный критерий отбора — разумная цена). Существенное сокращение списка еще более сократит объем нашей работы.

Еще один вопрос остался нерешенным. Достаточно ли только наличия долгосрочного конкурентного преимущества для того, чтобы останавливать свой выбор на акциях данной компании и быть уверенным, что акции этой фирмы будут хорошо расти в будущем?

Итак, два вопроса требуют ответа.

Ответ на вопрос о том, действительно ли Morningstar правильно выбрал компании с долгосрочным конкурентным преимуществом, я бы дал такой: я не знаю, как происходит выявление экономического рва в Morningstar. Но когда сравниваю свои оценки той или иной компании с тем, что публикует Morningstar, они практически всегда совпадают. Отсюда я делаю вывод, что специалисты фирмы пользуются примерно теми же известными критериями отбора, которыми руководствуется Баффет, другие инвесторы и интерпретаторы его метода, в частности, теми, о которых пишет Пэт Дорси.

Ответ на вопрос о достаточности только конкурентного преимущества для выбора компании — отрицательный. Нет, не достаточно. Например, очевидно, что если цена акции непомерно

завышена, то даже акции хорошей фирмы не стоит покупать по такой цене. Что такое завышенная цена — об этом разговор впереди.

Но не только по причине высокой цены акции стоит иногда отказываться от приобретения акций компании с широким экономическим рвом. Бывает, что бизнес фирмы прекрасный, дает из года в год все больше прибыли, но вот распоряжаются этой прибылью менеджеры фирмы очень неумело. Разбазаривают. До акционеров доходит чуть, и в развитие мало вкладывают, а тратят деньги на сомнительные проекты, которые не приносят прибыли. То есть, сам бизнес позволяет фирме хорошо развиваться, а она не развивается. Так тоже бывает.

Как же нам распознать все эти обстоятельства? И сможет ли это сделать новичок в инвестировании? Сможет! Это не так трудно на уровне обычного здравого смысла.

Но для этого нам придется познакомиться с тем, что нам могут рассказать цифры финансовой отчетности компании, как научиться понимать разговор цифр. Мы сейчас перейдем к этому анализу.

Не стоит бояться этой темы. Там все довольно просто и логично. Не обязательно быть экономистом и бухгалтером. В конце концов, мы все в курсе семейной бухгалтерии. Мы все понимаем, что если семья зарабатывает много, а тратит мало, то у нее накапливаются свободные деньги и она постепенно становится богатой. С компаниями все примерно так же. Цифры финансовых отчетов могут много рассказать о делах фирмы. И услышать этот рассказ совсем не так трудно, как кажется. Об этом — наш следующий шаг.

Шаг 32. **ЦИФРЫ ГОВОРЯТ. СЧЕТ ПРИБЫЛЕЙ/ УБЫТКОВ**



Тот анализ, который мы сейчас будем выполнять, называется фундаментальным анализом. Фундаментальный анализ посвящен рассмотрению финансовых показателей компании, акции которой мы изучаем на предмет покупки. Фундаментальный анализ может быть поверхностным или углубленным, но многие инвесторы считают, что именно фундаментальный анализ позволяет выбрать такие акции, которые с большой вероятностью будут расти в цене, причем быстрее средних значений роста всего рынка. Таких инвесторов называют стоимостными инвесторами (Value Investors) или инвесторами в рост (Growth Investors). И обе эти группы, которые не так уж сильно отличаются друг от друга, вместе называют активными инвесторами, имея в виду, что они сами производят выбор акций в свой портфель. К ним относятся Уоррен Баффет, Филипп Фишер, Джон Темплтон, Питер Линч, Чарльз Мангер, Бенджамин Грэм, Джон Нефф, Джоэл Гринблатт и многие другие известные инвесторы, сумевшие в течение многих лет получать доходы, существенно превосходящие среднерыночные. Все они пользуются немного разными приемами, но их подходы имеют много общего. Это общее Уоррен Баффет выразил такими словами: «Купить акции хорошей компании по разумной цене и держать по возможности долго». Все эти инвесторы основывали свои выводы о перспективности акций компании главным образом на данных финансовых отчетов фирмы за ряд лет и на анализе сути бизнеса фирмы. Как говорил Бенджамин Грэм своему ученику Уоррену Баффету: «Если фирма успешно растет, то со временем то же произойдет и с ценой ее акций».

Здесь уместно сказать несколько слов о терминологии. С терминологией в инвестировании дела обстоят так же плохо, как и в экономике в целом. И в экономике, и в инвестировании зачастую одним и тем же словом обозначаются разные понятия. И наоборот, разными словами обозначается одно и то же. Так произошло и с понятиями «активное инвестирование» и «пассивное инвестирование». Например, если вы читаете книжку Грэма «Разумный инвестор», то вы увидите, что словами «пассивное инвестирование» он обозначал ситуацию, когда инвестор самостоятельно отбирал акций 10-30 разных компаний с целью держать их долго, годами. А активным инвестором Грэм называл инвестора, который часто, иногда многократно в течение года покупал и продавал акции, ориентируясь на текущую ситуацию на рынке. В соответствии с данной классификацией то, чем мы сейчас занимаемся — отбор акций перспективных компаний для долгосрочного владения, — это пассивное инвестирование. Но потом, уже после выхода последнего прижизненного издания книги Грэма возникли индексные взаимные фонды и ETF. И как-то так получилось, что термин «пассивное инвестирование» стал применяться в основном для названия долгосрочного инвестирования в индексные фонды. При этом под активным инвестированием по-прежнему понималась стратегия инвестирования, которая предполагает довольно быстрые покупки и продажи ценных бумаг в течение года. Вот только куда-то при этом подевалась стратегия осознанного выбора на долгий срок акций перспективных компаний. Сторонники инвестирования в индексные фонды стали относить все, что не индексное инвестирование, к активному инвестированию, хотя при рассматриваемой нами сейчас стратегии акции приобретаются на долгий срок. А спекулянты, часто торгующие акциями, тоже не склонны относить таких долгосрочных инвесторов к «своим». В результате сторонники подходов Грэма, Фишера, Баффета сейчас не имеют общепризнанного определения своей стратегии. Я буду решать эту терминологическую проблему тем, что буду эту стратегию называть «долгосрочным инвестированием на основе индивидуального выбора в соответствии с принципами фундаментального анализа ком-

паний». Длинно и занудно, зато точно. Поскольку сейчас все термины перепутаны, другого выхода не вижу.

Но займемся собственно фундаментальным анализом. Данные финансовых отчетов много скажут нам о реальном положении дел в компании. Особенно если эти данные представлены за несколько последних лет. По счастью, портал Morningstar дает нам возможность увидеть эти данные за 10 последних лет, что вполне достаточно. Но прежде чем мы перейдем к изучению того, как нам услышать, что говорят цифры финансовой отчетности, нам надо познакомиться с двумя картинками. Эти две картинки показывают, как смотрит на любой бизнес директор компании и как смотрит на него инвестор, то есть мы с вами.

Вот первая — взгляд на фирму скорее директора, чем инвестора, но нам он тоже понадобится:



Рисунок 4.1. Взгляд директора на работу компании

Директор фирмы смотрит на компанию, как на технологический процесс, который позволяет выпускать продукцию (или обслуживать клиентов, если фирма сервисная). За продажу этой продукции фирма получает деньги, которые называются **выручкой** или **объемом продаж**, а по-английски — **Revenue** или **Sales**.

Чтобы выпустить продукцию и получить выручку, в фирме имеется определенная технология, которая позволяет изготовлять то, что эта фирма изготавливает. Для этого в фирме имеется какое-то оборудование, подведены электроэнергия и вода, иногда кондиционируется воздух — и так далее. Но технология не может создавать продукцию из ничего. Для создания продукции необходимы материалы. Также нужен персонал, который будет работать на оборудовании, создавая продукцию фирмы из материалов. А поскольку оборудование постоянно изнашива-

ется, ломается и морально устаревает, то требуются еще постоянные усилия и деньги на его поддержание в рабочем состоянии и на его обновление. Поэтому, чтобы выпустить продукцию и получить за нее деньги, надо сначала потратиться на исходные компоненты: зарплату работникам, покупку материалов и затраты на поддержание оборудования. Все эти затраты вместе называются **Прямыми затратами** или **Cost of Revenue**. Если из выручки вычесть прямые затраты, которые пошли на производство проданной продукции, то мы получим **валовую прибыль** (**Gross Profit**).

Но, к сожалению, это еще не все затраты. Чтобы продать продукцию, требуется реклама, приходится содержать отдел продаж, который общается с заказчиками. И надо еще содержать бухгалтерию, нанять главного инженера и технолога, директора и другой персонал, который хоть не производит продукцию непосредственно, но без этих людей фирма работать не сможет. И всем этим людям надо платить зарплату — и нести другие расходы. Такие расходы называются **Накладными расходами** или **Sales, General and Administration (SG&A)**. Во многих случаях надо еще содержать подразделение, которое будет заниматься усовершенствованием технологии, разработкой новых видов продукции и другими научными разработками. Такое подразделение называется **НИОКР (научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы)** или **Research and Development (R&D)**. И на это тоже приходится тратить деньги из выручки.

Все расходы, включая прямые затраты, накладные расходы и расходы на НИОКР, вместе называются **операционными расходами** (**Total operating expenses**). А если вычесть из выручки все операционные расходы, то оставшаяся сумма называется **Операционной прибылью** или **Operating Income**. Почему операционная прибыль, а не просто прибыль? Потому что это все еще не совсем чистая прибыль. Надо потратиться еще на две вещи. Надо заплатить **проценты по кредиту**, если у фирмы есть кредиты (а у большинства компаний кредиты есть). Называется это **Interest Expenses**. И надо заплатить **налог на прибыль** (**Income Tax**).

И только после этого мы получим то, что действительно осталось владельцам этой фирмы в качестве результата ее деятельности за какой-то период. И это уже будет **чистая прибыль** (**Net Income** или **Net Profit**). Вот эта чистая прибыль — это то, ради чего и была затеяна вся эта работа. И если чистая прибыль получилась положительная, то есть, если все, что мы так долго вычитали из выручки, не превратило результат в убытки, то наш бизнес довольно хорош, он, по крайней мере, дает положительную прибыль. Значит, владельцы не зря вкладывали деньги в покупку оборудования, создание технологии и вообще в создание этого бизнеса. Эта технология позволила получить прибыль. Причем **хозяева бизнеса надеются получить прибыль не однажды, а из года в год, постоянно.**

Уместно посмотреть на еще одну картинку:

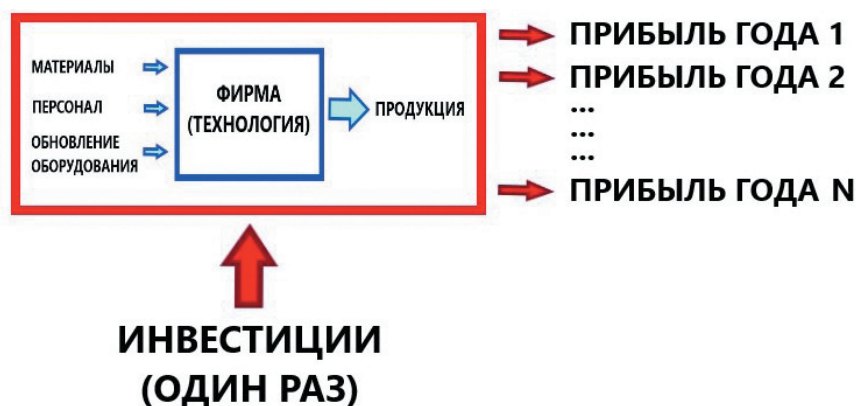


Рисунок 4.2. Взгляд инвестора на работу компании

Как видим, инвестор (мы с вами) хочет вложить деньги в компанию единожды, чтобы потом как можно дольше получать устойчивую прибыль от ее деятельности. Как найти такую компанию с многолетней устойчивой прибылью? Для этого придется не ограничиваться только прямоугольником, который нарисован толстыми линиями, а вникнуть в то, что внутри, то есть увидеть компанию глазами директора. Именно это и делают активные инвесторы, отбирающие хорошие фирмы.

Надо сказать, что бизнесы сами по себе бывают разные. Причем качество бизнеса не слишком сильно зависит от выдающихся

способностей менеджеров, которые им управляют. Нравится нам это или нет, но выдающийся менеджер в плохом по своей природе бизнесе (который не может конкурировать почти ничем, кроме как ценой) не сможет сделать многого. Он может придумать какие-то интересные идеи, которые на какое-то время позволят вырваться вперед. Но он не может превратить слабый бизнес в отличный. И наоборот, прекрасный бизнес даже под руководством очень средних менеджеров часто будет процветать. Хотя, конечно, могут найтись и такие управленцы, которые угрожат и прекрасный бизнес. Баффет говорил: «Надо владеть таким бизнесом, которым может управлять даже идиот. Потому что со временем именно так и произойдет». Поэтому хорошо, конечно, искать выдающихся менеджеров, но прежде всего надо искать выдающиеся бизнесы. Как их искать? О том, как искать такие бизнесы, мы рассуждали на предыдущем шаге. Наш ответ был — долгосрочное конкурентное преимущество. Но мы также обсуждали, что этого бывает недостаточно. Чтобы быть уверенным в своих выводах, стоит проверить содержательные соображения цифрами.

Цифры умеют говорить. Чтобы услышать, что говорят цифры, нам нужно разобраться с двумя финансовыми отчетами: Отчетом о прибылях/убытках и Балансовым отчетом компании. На этом шаге мы рассмотрим Отчет о прибылях/убытках.

Давайте на примере. Возьмем одну компанию из тех, у которых, по мнению специалистов Morningstar, имеется долгосрочное конкурентное преимущество (широкий экономический ров — Wide Economic Moat), и рассмотрим, что нам скажут цифры отчета о прибылях/убытках (Income Statement).

Вот компания Comcast — самый крупный в США оператор кабельного телевидения (впрочем, правильнее сказать «оператор кабельных сетей», поскольку сейчас по ним не только TV, но и любые данные передаются). Эту компанию удобно взять, поскольку такой бизнес всем понятен: строят сеть передачи данных и передают информацию по сети. Сети этой компании проведены в 56 миллионов домов и офисов по стране. Секунду, еще раз! 56 миллионов домов и офисов! Это огромное число.

Понятно, что с этой фирмой очень трудно бороться конкурентам. Попробуйте построить сеть такого размера. Это требует не только огромных денег, но и огромного времени. А за это время Comcast разовьется еще сильнее. Поэтому на первый взгляд кажется, что у фирмы Comcast есть долгосрочное конкурентное преимущество. Это мнение совпадает с мнением специалистов Morningstar, они тоже так считают. Но можно и посомневаться в том, что конкурентное преимущество действительно долгосрочное. Не вытеснят ли эту компанию сотовые операторы? Или проект всемирного интернета на основе спутниковой сети Илона Маска? Как видим, качественная оценка может оставлять сомнения. Хорошо бы подтвердить или опровергнуть содержательную оценку количественным анализом. К сожалению, этот анализ будет относиться только к прошлым достижениям и проблемам фирмы. Будущее нам неведомо. Но в инвестировании нет другого пути, кроме как пытаться по прошлому прогнозировать будущее. Все вынуждены идти этим путем.

Посмотрим, что нам расскажут Отчеты о прибылях/убытках (Income Statements), которые за 10 последних лет нам, как Premium Members, любезно предоставляет по этой фирме та же самая Morningstar (таблица 4.1.).

Как видим, здесь в десяти колонках показаны данные отчетов за 10 последних лет: с 2008 года по 2017. Сейчас мы бегло пройдемся по строкам таблицы с первой строки (Revenue) до Net Income. Строки ниже — данные в пересчете на одну акцию — мы рассмотрим в конце.

Давайте посмотрим данные в первой строке — Revenue (выручка). Мы видим, что выручка составила в 2008 году 34 миллиарда 256 миллионов долларов. Затем выручка год от года все время росла. Иногда немного, иногда больше, но все время только росла. Можно отметить, что рост выручки компании из года в год носит довольно стабильный характер. Оно и понятно: что должно произойти, чтобы оператор кабельной сети уменьшил вдруг свою выручку? Наверное, это произойдет только в случае, если он стал очень плохо обслуживать клиентов и люди стали массово прекращать контракты на обслуживание

Таблица 4.1.

Отчеты о прибылях/убытках компании Comcast

Comcast Corp Class A CMCSA ★★★★★											
Income Statement			Balance Sheet		Cash Flow						
Statement Type	Data Type	Period	Show Report Dates			Data Scroll	View	Rounding		Export	
Annual	As of Reported	10 Years	Ascending			◀ ▶	\$ % 1.0	▼.0 ▲.0		📄	
Fiscal year ends in December											
USD in Million except per share data											
		2008-12	2009-12	2010-12	2011-12	2012-12	2013-12	2014-12	2015-12	2016-12	2017-12
Revenue	📊	34,256	35,756	37,937	55,842	62,570	64,657	68,775	74,510	80,403	84,526
Cost of revenue	📊	13,472	14,396	15,250	20,758	19,929	19,670	20,912	22,550	24,463	25,384
Gross profit	📊	20,784	21,360	22,687	35,084	42,641	44,987	47,863	51,960	55,940	59,142
▼ Operating expenses											
Sales, General and adm...	📊	7,652	7,646	8,091	16,727	22,664	23,553	24,940	27,282	29,523	31,330
Other operating expens...	📊	6,400	6,500	6,616	7,636	7,798	7,871	8,019	8,680	9,558	9,825
Total operating expens...	📊	14,052	14,146	14,707	24,363	30,462	31,424	32,959	35,962	39,081	41,155
Operating income	📊	6,732	7,214	7,980	10,721	12,179	13,563	14,904	15,998	16,859	17,987
Interest Expense	📊	2,439	2,348	2,156	2,505	2,521	2,574	2,617	2,702	2,942	3,086
Other income (expense)	📊	(235)	240	280	(9)	1,951	126	178	76	436	421
Income before taxes	📊	4,058	5,106	6,104	8,207	11,609	11,115	12,465	13,372	14,353	15,322
Provision for income t...	📊	1,533	1,478	2,436	3,050	3,744	3,980	3,873	4,959	5,308	(7,578)
Other income	📊	22	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Net income from contin...	📊	2,547	3,628	3,668	5,157	7,865	7,135	8,592	8,413	9,045	22,900
Other	📊	—	10	(33)	(997)	(1,662)	(319)	(212)	(250)	(350)	(186)
Net income	📊	2,547	3,638	3,635	4,160	6,203	6,816	8,380	8,163	8,695	22,714
Net income available t...	📊	2,547	3,638	3,635	4,160	6,203	6,816	8,380	8,163	8,695	22,714
Earnings per share											
Basic	📊	0.43	0.64	0.65	0.76	1.16	1.30	1.62	1.64	1.80	4.82
Diluted	📊	0.43	0.63	0.65	0.75	1.14	1.28	1.60	1.62	1.78	4.75
Weighted average share...											
Basic	📊	5,878	5,750	5,616	5,492	5,356	5,250	5,166	4,972	4,820	4,708
Diluted	📊	5,904	5,770	5,640	5,556	5,434	5,330	5,240	5,036	4,876	4,786
EBITDA	📊	12,897	13,954	14,876	18,348	31,382	29,809	23,101	24,754	26,853	28,675

с этой компанией. Бизнес-то по своей сути довольно простой. Это для нас важно. Можно надеяться, что и в будущем выручка будет расти. В 2017 году выручка составила 84 миллиарда 526 миллионов долларов. То есть, за 9 лет произошел рост выручки в 2,47 раза. Значит, в среднем выручка росла на 10,5 % в год (по формуле сложных процентов). Много это или мало? Если сравнивать в среднем по фирмам, которые входят в индекс S&P 500, то у Comcast очень хороший показатель. В среднем по индексу рост составлял 3-4 % в год. Важно и то, что у компаний, входящих в индекс S&P 500, показатель роста выручки очень неровный. Иногда (в 2009-2010 годах) в среднем по индексу был не рост, а наоборот, значительное снижение выручки, также снижение было в 2016 году. А наш Comcast знает себе увеличивает выручку. Пожалуй, можно надеяться, что и в будущем, даже в трудные годы (которые обязательно будут), мы будем наблю-

дать рост выручки. И возьмем на заметку: если среднегодовой рост выручки компании больше или равен 6–7 %, то это очень хороший, высокий рост. Значит, продукция или сервис компании пользуется хорошим спросом.

Вот цифры и заговорили! Они нам начали рассказывать о компании то, чего без них мы бы не узнали. Пойдем дальше.

Посмотрим строку Operating Income — операционная прибыль. Это прибыль до уплаты процентов по кредиту и налогов. Именно она показывает прибыльность бизнеса как такового, характеризует, как бизнес справляется со своей основной задачей — создавать прибыль своим владельцам. Ведь налоги и проценты по кредиту — это внешние по отношению к бизнесу факторы, они не зависят от качества самого бизнеса. Налоги устанавливает и меняет правительство, а процентные ставки по кредитам меняет ФРС.

Операционная прибыль Comcast была 6732 миллиона долларов в 2008 году. То есть она составляла $6732/34256 = 0,196$ или 19,6 % от выручки компании. Этот показатель — какой процент от выручки составляет операционная прибыль — называется **операционной маржой (Operating Margin)**. Это очень важный показатель! Именно он показывает наличие у фирмы долгосрочного конкурентного преимущества. Если операционная маржа стабильно — из года в год — велика, превышает средний уровень, значит конкуренты не могут посоревноваться с данной компанией ценой, не могут заставить фирму снизить цены. Здесь так и происходит. Что-то мешает конкурентом отобрать у компании Comcast часть клиентов, установив цену на аналогичный сервис немного ниже. В этом случае и самой фирме Comcast пришлось бы снижать цены, тем самым уменьшать прибыльность, то есть снижать операционную маржу. Однако этого не происходит. Маржа у фирмы Comcast очень высокая. Экономический ров!

Операционная маржа в 19 % — это очень высокий показатель! В среднем по индексу S&P 500 за период 2008–2017 годы операционная маржа составляла от 6 % (именно в 2008 и 2009 годах) и постепенно выросла до 11 % в настоящее время (2018 год). То есть,

операционная маржа даже в 13–14 % и более говорит о наличии у фирмы конкурентного преимущества. А если такой показатель более или менее стабильно держится на промежутке 10 последних лет, то это показывает, что преимущество является долгосрочным.

Заметим: есть отрасли экономики, где операционная маржа низка по самой природе бизнеса. Это, например, банковский бизнес или розничная торговля. В этих случаях надо сравнивать анализируемую компанию не с цифрой 14 %, которая для таких компаний недостижима в принципе, а со средней маржой по компаниям этого сектора экономики. С другой стороны, биотехнологические компании, например, традиционно имеют очень высокую операционную маржу. Это своеобразная плата за риск при разработке новых лекарств. Ведь разрабатываемое лекарство может не пройти испытания, и огромные деньги, вложенные в его разработку, просто пропадут. Поэтому фирме нужно иметь большой финансовый запас для покрытия таких убытков. Именно поэтому биотехнологические компании имеют очень высокую операционную маржу. Это просто плата за риск, особенность их бизнеса.

То, что у Comcast на каждый доллар выручки приходится более 19 центов операционной прибыли, ясно сигнализирует о том, что у фирмы серьезное конкурентное преимущество: получается, что она может себе позволить держать более высокие цены на свой сервис, обеспечивая высокую прибыль, а конкуренты не могут победить ее предложением более низкой цены.

Далее, мы наблюдаем, что в последующие годы операционная маржа чуть выросла, а не уменьшилась. Это хорошо. Это опять же говорит о стабильности. В 2017 году операционная прибыль составляла уже 17987 миллионов. Что составляет от выручки этого года 21,27 %. То есть, доля прибыли в каждом долларе выручки не только не уменьшилась за 10 лет, что очень часто бывает под воздействием конкуренции или неблагоприятных условий для бизнеса, но даже чуть увеличилась. Значит, Comcast пока не теряет своего конкурентного преимущества. Стабильность высокой операционной маржи — это еще один из главных сигналов наличия у фирмы широкого экономического рва.

Теперь посмотрим на чистую прибыль компании, уже после уплаты налогов и процентов по кредиту. То есть на ту сумму, которая остается акционерам — собственникам компании. Находим в табличке строку «Net Income available to common» (чистая прибыль, остающаяся акционерам — владельцам обыкновенных акций). В 2008 год — Net Income составила 2547 миллиона долларов, а в 2017 год — 22714 миллиона. Потрясающий рост почти в 9 раз за 9 лет!

Рассмотрим также и показатель **Маржа чистой прибыли (Net Profit Margin)** — это доля чистой прибыли, достаемой акционерам в каждом долларе проданной продукции. В 2008 году маржа чистой прибыли составляла $2547/34256 = 7,43\%$. То есть, когда фирма получала за свои услуги от клиентов один доллар, она обеспечивала своим акционерам 7,43 цента чистой прибыли. Много это или мало? Вот здесь — <https://www.yardeni.com/pub/sp500margin.pdf> — на рис. 1 можно увидеть, что средний процент чистой прибыли (красная линия) по фирмам, входящим в индекс S&P 500, в этот год составлял от 4 до 6 процентов. Comcast зарабатывала чуть больше среднего значения.



А в 2017 году чистая прибыль нашей компании составляла 22714 миллионов долларов. Соответственно, маржа чистой прибыли $22714/84256 = 26,9\%$. То есть за прошедшие 10 лет ситуация изменилась. Теперь акционеры получают 26,9 цента чистой прибыли с каждого доллара продаж. Отличный показатель! Фирмы, входящие в S&P 500, тоже стали в среднем зарабатывать больше чистой прибыли за это время. В 2017 они в среднем зарабатывали уже 12 % от выручки. Но Comcast превосходит эту цифру более чем вдвое! Маржа чистой прибыли Comcast стабильно существенно больше, чем у других больших компаний США (индекс S&P 500). Опять — экономический ров!

Теперь **рассмотрим прибыль на одну акцию**. Надо сказать, что почти любой экономический показатель можно рассчитывать либо на всю компанию в целом, либо в пересчете на одну акцию. В последнем случае все цифры будут просто меньше на столько, сколько у компании акций. Иногда такие показатели в расчете на одну акцию более «близки» инвестору: он



понимает, что, купив акцию, будет получать в пересчете на свою долю в компании такие результаты. Главный показатель в расчете на акцию, который обычно анализируют — это именно чистая прибыль на одну акцию (Earnings per Share или EPS). Она бывает в двух вариантах: базовая и разводненная (diluted). Мы сейчас не будем вникать в разницу между ними (желающие могут посмотреть, в чем состоит отличие, на сайте: <https://www.investopedia.com/ask/answers/051115/what-difference-between-earnings-share-eps-and-diluted-eps.asp>).

Давайте посмотрим, как менялась прибыль на одну простую акцию фирмы Comcast в течение 10 лет. В таблице сразу за строкой Net Income available to common идет Earnings per Share и две строки basic и diluted. Берем первую из них — basic. Посмотрим, как менялась EPS в течение 9 лет. В 2008 году EPS составляла 0.43 доллара. А в 2027 EPS составляла уже 4,82 доллара. Рост в 11,2 раза! Средний рост по формуле сложных процентов составляет 30,8 % в год. Просто прекрасный, удивительный показатель! Понятно, почему так случилось. Comcast постоянно год за годом увеличивал выручку, а кроме того, еще постоянно росла доля чистой прибыли в выручке. Компания повышала средние цены на свой сервис. И это не приводило к оттоку потребителей. Вот почему в итоге получился столь значительный рост годовой чистой прибыли на одну акцию.

Работал и еще один фактор. Посмотрите в таблице: еще ниже идут строки Weighted Average Shares — средневзвешенное число акций — и две строки: basic и diluted. Дело в том, что акций в обращении может быть разное количество в разное время. Например, акции компании может выкупать сама фирма. Такие акции, которые находятся в распоряжении самой компании, называются ее казначейскими акциями (Treasuries). Такие акции как бы заморожены, на них не начисляются дивиденды и на них не распространяется деление прибыли на число акций, они как бы исключаются из игры. Опять смотрим строку Basic и видим, что в последние годы число акций в свободном обращении уменьшается. Это обычно происходит при скупке самой компанией акций на рынке. Часто это приводит к повышению цены акции, поскольку на рынке уменьшается число

торгуемых акций. И если потенциальных покупателей осталось столько же, то цена будет расти: спрос тот же, а предложения акций — меньше. И, кроме того, это точно приводит к росту EPS, поскольку для вычисления EPS надо чистую прибыль разделить на меньшее число акций (Treasures не учитываются). Поэтому прибыль на акцию будет больше.

Теперь давайте представим: какой-то инвестор купил акции компании Comcast в январе 2008 года по 8,7 доллара за штуку (это их средняя цена в январе 2008). Через 10 лет компания дает ему чистой прибыли на каждую акцию 4,82 доллара в год. Это 56 % от той цены акции, за которую он ее приобрел 10 лет назад. Этот акционер явно не раскаивается в том, что он купил акции этой фирмы и что он держал их долгие 10 лет. Я думаю, что он не собирается их продавать и сегодня. Он обоснованно надеется, что в будущем доход на одну акцию станет еще выше.

Стоит открыть и еще одну тайну этого счастливого инвестора, который 10 лет назад купил акции фирмы Comcast: за эти 10 лет ему вернулось в качестве выплаченных дивидендов 3,38 доллара за каждую акцию. С учетом этого его реальные вложения составляют только $8,7 - 3,38 = 5,32$ доллара на каждую акцию. А прибыли на каждую акцию фирма дает 4,82 доллара в год.

Ну и, конечно, эти акции не могут в 2017 году стоить столько, за сколько инвестор купил их в 2008. Можно уверенно предположить, что их цена просто **обязана была** существенно вырасти. Действительно, не может же акция компании, которая зарабатывает своим акционерам 4,82 доллара прибыли на акцию в год, по-прежнему стоить 8,7 доллара. Но что гадать? Можно посмотреть на график цены. В январе 2018 года акция стоила около **42 долларов**. А наш инвестор реально (с учетом возврата в виде дивидендов) уплатил за нее только 5,32 доллара. То есть, вложенная сумма (если вычесть из цены сумму всех дивидендов, которые инвестор получил от фирмы) за 10 лет выросла около 8 раз!

Вот в чем состоит привлекательность поиска акций с долгосрочным конкурентным преимуществом и владение ими длительный период времени. Причем, если инвестор не продал эти акции (а зачем ему это делать?), то он пока не уплатил ни цента

налогов с прибыли от роста цены акции. Остановитесь на этом месте, пожалуйста! Подумайте вот о чем! Каждая тысяча долларов, вложенная в акции этой компании в 2008, превратилась к концу 2017 года в 7995 долларов. Становится понятен потрясающий эффект длительного владения акциями хорошей, стабильно работающей компании с долгосрочным конкурентным преимуществом.

Стоит заметить, что эти выдающиеся результаты инвестор получил от владения акциями «простой» компании, которая занимается созданием и поддержкой сетей кабельного телевидения, а не какой-то выдающейся биотехнологической или интернет-компании. Более того, если бы инвестор владел акциями «взрывной» компании, он не мог бы спокойно, шаг за шагом наращивать свои финансы. Там, на острие технического процесса, все гораздо более турбулентно, там предельно острая конкуренция, там можно и много выиграть, и много потерять, там нет той предсказуемости, которую мы заметили у этой «простой» компании.

Анализ счета прибылей/убытков мы закончили. Нам пока нравится компания Comcast. И хотя нам надо посмотреть еще одну финансовую таблицу — «Балансовый отчет фирмы», мы можем уже предварительно сказать, что эта компания подала серьезную заявку на то, что ее можно покупать, если цена будет приемлемой.

И последнее замечание. Если кому-то такой анализ показался слишком запутанным и сложным, мы далее разберемся, как шаг за шагом превратить наше рассуждение в четкий алгоритм, где на основании простых арифметических действий можно сделать вывод: покупать или отбраковать данную компанию.



Шаг 33. ЦИФРЫ ГОВОРЯТ. БАЛАНСОВЫЙ ОТЧЕТ

Счет прибылей/убытков, который мы рассмотрели на предыдущем шаге, показывает результаты деятельности компании **за определенный период**. Мы рассматривали деятельность фирмы за год. Но можно составить такой же отчет и за квартал, за месяц или за любой другой период. Основное, что определяет этот отчет — какая прибыль (или убытки) получились у компании **за данный период времени**. Для получения этой цифры мы сравнили все деньги (выручку, суммарные продажи), которые компания получила в течение этого периода за свою продукцию (или услуги), с затратами, которые компании пришлось произвести для создания этой продукции.

Сейчас нам надо рассмотреть второй (и для нас — последний) финансовый отчет компании — Балансовый отчет. Балансовый отчет, в отличие от Счета прибылей/убытков, составляется не за период времени, а **на определенную дату**. Нас будет интересовать прежде всего конец года. И смысл этого отчета — подсчитать стоимость собственного имущества фирмы на данный момент времени. Для этого надо сначала подсчитать стоимость вообще всего имущества — это называется «Активы» (**Assets**) компании. А потом посмотреть все ее долги (**Debts** или **Liabilities** — обязательства). Ее долги относятся к «Пассивам» компании. Разность между всеми активами и долгами как раз и покажет, сколько у компании собственных средств (превышение активов над долгами). Эти собственные средства называются по-разному: «чистые активы», «капитал», «акционерный капитал» (**Stockholders Equities, Capital**). Смысл этого показателя понятен: сколько останется у фирмы в денежном выражении,

если погасить все долги. То есть, сколько у нее **именно своего имущества**.

Если сравнить с семьей, то можно представить, что у одной семьи есть и квартира, и машина, но все куплено в кредит. И своего имущества у нее — мизер. А у другой — тоже квартира и машина, но нет долгов. Имущества в обеих семьях одинаково, но вторая семья существенно богаче первой.

Вернемся к фирме. Ее капитал (собственное имущество) тоже принято относить к пассивам. То есть, пассивы компании — это ее собственные средства плюс долги. Получается, что активы фирмы всегда равны ее пассивам. Просто потому, что так мы вычисляли собственный капитал. Он равен разности между суммой всех активов и величиной суммарного долга. Следовательно, сумма долга и собственного капитала равна суммарным активам. Именно по этой причине данный отчет называется балансовым: все активы равны всем пассивам. Поэтому говорят, что пассивы (собственный капитал фирмы плюс долги) — это источники, из которых были куплены все активы фирмы. Действительно, все, что есть у фирмы, куплено либо на свои средства, либо на заемные.

Особый интерес представляет анализ того, как меняются эти собственные средства год от года. Ведь если у фирмы в результате ее работы за год образовалась прибыль, и фирма не полностью распределила ее между акционерами, то на оставшуюся прибыль можно расширить производство, или хотя бы просто оставить деньги на счете — это ведь тоже будет собственность фирмы, значит ее активы. И если собственные средства — капитал фирмы — растут год от года, значит богатеют ее акционеры, то есть мы с вами.

Далее, увеличившиеся за год активы компании (за счет нераспределенной акционерам прибыли) позволяют, как правило, в последующие годы увеличить выпуск продукции. Ведь обычно на эту дополнительную сумму (нераспределенную прибыль) расширяется производство компании (покупается дополнительное оборудование — или, скажем, приобретаются нужные лицензии, или покупается родственная компания,

которая становится дочерней по отношению к данной, и прочее). И выручка в следующие годы получается за счет этого уже больше, чем выручка предшествующего года. А значит, как правило, и прибыль получится в следующие годы больше. Так год за годом фирма расширяется, растет в размерах к удовольствию своих владельцев — акционеров.

Именно этот приятный процесс (или его отсутствие) мы и можем рассмотреть на основании **Балансовых отчетов** (*Balance Sheets*) за ряд лет. Ниже представлена таблица, в которую сведены балансовые отчеты, показывающие состав активов и пассивов все той же компании Comcast на конец каждого из 10 календарных лет: с 2008 по 2017. Эта таблица опять взята с сайта Morningstar. Рассмотрим основные данные этой таблицы 4.2.

Мы не будем сейчас рассматривать каждую строку этих отчетов, не каждый читатель имеет бухгалтерское образование, да нам и не все нужно для анализа. Рассмотрим сначала имущество компании, по-другому — активы (*assets*).

Активы можно разделить на два раздела:

Оборотные активы (*Current assets*) — активы в денежной форме на счетах фирмы в банке, наличные в кассах компании и другие средства компании, которые можно сравнительно быстро превратить в денежную форму. Это и материалы на складах компании, и другие активы, которые обеспечивают создание готовой продукции.

Необоротные активы (*Non-current assets*) — сюда входят активы, которые находятся в компании надолго и которые не удастся быстро превратить в денежную форму: здания и сооружения, земля в собственности, оборудование. Сюда же относятся нематериальные активы компании: патенты, торговые знаки, *goodwill*. Мы уже упоминали важность этих нематериальных активов, в дальнейшем мы разберемся с ними подробнее.

Последняя строка в разделе активов — **Total assets** (всего активов) — является итоговой, в ней в денежной форме подсчитано все имущество компании на данную дату (в данном случае — на конец года).

Таблица 4.2.

Балансовые отчеты Comcast с 2008 по 2017

Comcast Corp Class A CMCSA | ★★★★★

Income Statement Balance Sheet Cash Flow

Statement Type	Data Type	Period	Show Report Dates	Data Scroll	View	Rounding	Export				
Annual	As of Reported	10 Years	Ascending	◀ ▶	\$ % 1.0	0.0 0.0	📄				
Fiscal year ends in December											
USD in Million except per share data		2008-12	2009-12	2010-12	2011-12	2012-12	2013-12	2014-12	2015-12	2016-12	2017-12
▼ Assets											
▼ Current assets											
▼ Cash											
Cash and cash equivale...		1,195	671	5,984	1,620	10,951	1,718	3,910	2,295	3,301	3,428
Short-term investments		59	50	81	—	1,464	3,573	602	106	—	—
Total cash		1,254	721	6,065	1,620	12,415	5,291	4,512	2,401	3,301	3,428
Receivables		1,626	1,711	1,855	4,351	5,521	6,376	6,321	6,896	7,955	8,546
Deferred income taxes		292	240	174	—	—	—	—	—	—	—
Prepaid expenses		—	—	—	—	—	—	—	—	1,772	9
Other current assets		544	551	792	2,602	2,055	2,408	2,698	3,006	3,333	4,077
Total current assets		3,716	3,223	8,886	8,573	19,991	14,075	13,531	12,303	16,361	16,060
▼ Non-current assets											
▼ Property, plant and eq...											
Gross property, plant ...		47,679	51,665	56,020	64,087	66,657	72,414	76,363	81,765	85,947	88,386
Accumulated Depreciat...		(23,235)	(27,810)	(32,505)	(36,528)	(39,425)	(42,574)	(45,410)	(48,100)	(49,694)	(49,916)
Net property, plant an...		24,444	23,855	23,515	27,559	27,232	29,840	30,953	33,665	36,253	38,470
Equity and other inves...		4,783	5,947	6,670	9,854	6,325	3,770	3,135	3,224	5,247	6,931
Goodwill		14,889	14,933	14,958	26,874	26,985	27,098	27,316	32,945	35,980	36,780
Intangible assets		64,007	63,557	63,044	77,541	82,258	81,687	82,071	82,165	83,890	85,219
Other long-term assets		1,178	1,218	1,461	7,417	2,180	2,343	2,333	2,272	2,769	3,489
Total non-current asse...		109,301	109,510	109,648	149,245	144,980	144,738	145,808	154,271	164,139	170,889
Total assets		113,017	112,733	118,534	157,818	164,971	158,813	159,339	166,574	180,500	186,949
▼ Liabilities and stockh...											
▼ Liabilities											
▼ Current liabilities											
Short-term debt		2,278	1,156	1,800	1,367	2,376	3,280	4,217	3,627	5,480	5,134
Accounts payable		—	—	—	—	6,206	5,528	5,638	6,215	6,915	6,926
Accrued liabilities		624	2,999	3,143	5,379	7,281	9,206	6,640	7,034	8,008	7,949
Deferred revenues		—	—	—	790	851	898	915	1,302	1,132	1,552
Other current liabilit...		6,037	3,094	3,291	5,705	—	—	—	—	—	—
Total current liabil...		8,939	7,249	8,234	13,241	16,714	18,912	17,410	18,178	21,535	21,561
▼ Non-current liabilitie...											
Long-term debt		30,178	27,940	29,615	37,942	38,082	44,567	44,017	48,994	55,566	59,422
Deferred taxes liabil...		26,982	27,800	28,246	29,932	30,110	31,935	32,959	33,566	34,854	24,256
Minority interest		297	90	223	16,395	440	364	357	1,709	2,231	843
Other long-term liabil...		6,171	6,933	7,862	13,034	30,269	12,341	11,885	11,858	12,371	12,261
Total non-current liab...		63,628	62,763	65,946	97,303	98,901	89,207	89,218	96,127	105,022	96,782
Total liabilities		72,567	70,012	74,180	110,544	115,615	108,119	106,628	114,305	126,557	118,343
▼ Stockholders' equity											
Common stock		33	32	32	32	31	30	30	29	28	55
Additional paid-in cap...		40,620	40,247	39,780	40,940	40,547	38,890	38,805	38,518	38,258	37,497
Retained earnings		7,427	10,005	12,158	13,971	16,280	19,235	21,539	21,413	23,076	38,192
Treasury stock		(7,517)	(7,517)	(7,517)	(7,517)	(7,517)	(7,517)	(7,517)	(7,517)	(7,517)	(7,517)
Accumulated other comp...		(113)	(46)	(99)	(152)	15	56	(146)	(174)	98	379
Total stockholders' eq...		40,450	42,721	44,354	47,274	49,356	50,694	52,711	52,269	53,943	68,606
Total liabilities and ...		113,017	112,733	118,534	157,818	164,971	158,813	159,339	166,574	180,500	186,949

Далее идут пассивы.

Долги компании (Liabilities — обязательства). Они тоже состоят из двух частей: текущие обязательства (Current liabilities) и долговременные обязательства (Non-current liabilities).

Текущие обязательства — это, например, неоплаченные счета, которые выставили нашей компании другие фирмы за поставленные материалы или произведенные для нашей фирмы работы, которые на данный момент наша компания еще не оплатила — и, следовательно, они являются долгом нашей фирмы. И другие аналогичные задолженности, которые всегда возникают в процессе текущего функционирования бизнеса.

Долговременные обязательства — это кредиты на долгий срок (более года) и другие обязательства на сроки более года, которые наша компания будет гасить не в этом году.

Строка **Total liabilities** показывает суммарно все долги компании на данный момент времени.

Полезно сравнить все долги компании с размером ее имущества. Хорошо, если долгов не слишком много. Сколько это — «не слишком много»? Я обычно ориентируюсь так: если долги составляют две трети от объема имущества — это как раз граница. Если больше — стоит насторожиться. Если меньше — нормально. **Если долгов меньше, чем половина имущества — очень хорошо.** Последний случай значит, что для развития бизнеса фирме не приходится сильно залезать в долги, можно во многом обойтись своими средствами. Это бывает, когда компания зарабатывает много прибыли и у нее достаточно своих денежных средств.

Разница между всем своим имуществом (Total assets) и всеми долгами (Total liabilities) составляет собственный капитал фирмы или чистые активы акционеров (**Total Stockholders' Equity**). Это вторая (кроме долгов) часть пассивов.

И еще два очень важных показателя мы рассмотрим, сравнивая теперь уже данные двух таблиц: Счета прибылей/убытков и Балансового отчета.

Если мы разделим размер чистой прибыли за какой-то год на суммарный объем имущества компании в этом году, то мы получим показатель, который называется **ROA — Return on Assets** (отдача на активы). В чем смысл этого показателя?

Допустим, у двух компаний объем активов одинаковый, а прибыль у первой компании существенно больше, чем у другой.

Какая компания вам, как инвестору, больше нравится? Разумеется, первая. Она сумела на тех же по объему активах получить для своих владельцев больше прибыли. Или другой пример. Наоборот, две компании получили в этом году одинаковую прибыль, но у первой компании активы существенно меньше, чем у второй. Опять инвестору больше нравится первая компания, потому что ей удалось получить ту же прибыль, имея в распоряжении меньшие активы. В обоих примерах ROA у первой компании выше, чем у второй. Нам, инвесторам, нравится, когда показатель ROA оказывается побольше, когда отдача в виде прибыли на единицу активов компании выше (заметим, что ROA измеряется в процентах, а активы и прибыль — в долларах).

Проницательный читатель, который уже почувствовал себя акционером-совладельцем фирмы, может заметить, что его больше интересует не показатель ROA, а немного другой показатель. Ведь активы, которыми владеет компания, приобретены не только за счет собственных средств (Shareholders' Equity), но и за счет заемных средств, кредитов (Debts, Liabilities). При этом сами владельцы фирмы вложили в дело только собственные средства и получают отдачу в виде прибыли именно на свои вложения — Shareholders' Equity. Поэтому интересней для акционера отдачу в виде прибыли относить к собственным средствам (к тому, что вложили акционеры). Поэтому прибыль надо делить не на весь объем имущества фирмы, а только на собственные средства компании (Shareholders' Equity). При этом получается другой показатель: ROE — Return on Equity. Действительно, этот показатель более важен для акционера. Он показывает, какой процент составляет отдача в виде годовой прибыли на вложенный акционерами капитал.

Вопрос: кто ответственен за то, высоки или не очень высоки показатели отдачи ROA и ROE? Часто считают, что это показатели успешности работы команды топ-менеджеров фирмы. Действительно, если мы рассмотрим какую-то одну отрасль, например, автомобилестроение, то если одна автомобильная компания умудряется стабильно держать показатель ROE выше, чем другая, значит, она умело создает прибыль и умело ею распоряжа-

ется, значит, она создает больше прибыли на каждый доллар собственных средств. Значит, ее команда менеджеров сильнее.

Все так. Но мы, инвесторы, часто в качестве вариантов будущих вложений своих средств рассматриваем компании совершенно разных отраслей: IT и медицину, банки и сети розничных продаж, производителей промышленного оборудования и управляющих недвижимостью. В этом случае показатели ROE и ROA в большей степени характеризуют сам бизнес, чем способности команды менеджеров. По самой природе бизнесов отдача в автомобилестроении будет ниже, чем в IT. Для производства автомобилей нужно очень много дорогостоящего оборудования и большие производственные площади, нужны большие затраты электроэнергии и многое другое. С производством программного обеспечения все проще. И, вероятно, лучше вложить свой доллар в такой бизнес, в котором отдача в виде годовой прибыли на этот доллар будет больше. То есть, в котором ROE выше.

Вот ссылка на показатели ROE по секторам экономики в США по состоянию на январь 2018 года: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/roe.html. Получается, что хорошо вкладываться, например, в производство компьютеров и периферии к ним или в предметы домашнего хозяйства (это не инвестиционная рекомендация, каждый раз надо рассматривать и анализировать конкретную фирму, разумеется). В целом по рынку средний показатель ROE около 15 %. Поэтому если для фирмы, которую вы анализируете, ROE больше 15 %, то эта компания дает отдачу на собственные средства выше средней по рынку.

ROA, естественно, имеет более низкие значения, чем ROE (кстати, можете сказать, почему?). Вот ссылка на значения этого показателя по секторам экономики США: <https://csimarket.com/screening/index.php?s=roa>. Если вы видите, что в компании, которую вы анализируете, ROA выше 8 %, то она показывает достойные результаты по этому показателю.

Ну и наконец, еще один — последний — показатель: стоит посмотреть, как реально растет собственный капитал компании год от года. У нас есть в таблице значение собственного



капитала на конец каждого из 10 лет. Если мы по формуле сложных процентов рассчитаем средний рост капитала компании (Shareholders' Equity), то мы поймем, с какой средней скоростью менеджерам удается приращивать имущество, принадлежащее акционерам и приносящее им ежегодную прибыль.

Вот в основном и все необходимое для понимания, на что обращать внимание и как анализировать наличие долгосрочного преимущества и инвестиционную привлекательность компаний.

Подозреваю, что на этом месте читатели разделились на два лагеря. Одни грустят, что все слишком сложно и они не смогут этого понять. А другие возмущены упрощенчеством такого подхода, они знают, что в экономике фирмы часто все сложнее и анализ ее перспектив не сводится только к тем простым приемам, которые были описаны на этих двух шагах.

Я бы хотел согласиться и с тем, и с другим мнением. Действительно, все слишком сложно. И одновременно — слишком упрощено. Просто исходная подготовка читателей очень разная. Хорошая новость состоит в том, что есть решение для каждого. Тем, кому эти два шага под названием «Цифры говорят» показались слишком сложными и запутанными, на следующих шагах будут предложены простые приемы, которые позволяют свести анализ компании к формальному алгоритму по принципу «делай по указанной схеме, и получишь результат». А для тех, кто (тоже справедливо) сетовал на упрощенный подход, будет далее предложен ряд аспектов, на которые стоит обратить внимание для более углубленного анализа деятельности компании.

Важное замечание: этот подход работает! Дальше будут приведены прямые доказательства, что, пользуясь таким подходом, можно сформировать список компаний, акции которых позволят инвестору получать существенно больший доход, чем среднерыночные показатели. Я говорю это только для того, чтобы эти действительно не очень простые шаги не заставили неискушенного читателя отказаться от дальнейшего изучения. Стоит поработать, поверьте!

Шаг 34. **ЦИФРЫ ГОВОРЯТ. АЛГОРИТМ ЭКСПРЕСС-АНАЛИЗА**

Сейчас мы упростим то, что мы делали на двух предыдущих шагах, сведя наши рассуждения к формальному алгоритму экспресс-анализа компании. Заметим, что рассмотренные нами показатели являются относительными, часто измеряются в процентах и поэтому позволяют сравнивать между собой компании разных размеров. По этой причине почти все рассмотренные показатели называются мультипликаторами. Они отвечают на вопросы типа: «Во сколько раз?» или «На сколько процентов?»

Итак: все, что мы обсуждали при анализе Счета прибылей/убытков (Шаг 32) и Балансового отчета (Шаг 33), можно свести к следующему пошаговому алгоритму.

Анализ выручки (Revenue)

— Рассматриваем строку «Выручка» (Revenue) Счета прибылей/убытков (см. таблицу 4.1 на Шаге 32, первая строка). Выясняем, есть ли рост и насколько он велик. Для этого делим значение в последнем столбце на значение в первом столбце ($84526/34256 = 2,467$). Выручка увеличилась за 9 лет в 2,467 раза.

— Вычисляем среднегодовой рост выручки по формуле сложных процентов. Это можно легко сделать в Excel.

Расчет среднегодового роста любого показателя за N лет по формуле сложных процентов с помощью таблицы Excel. Надо записать в ячейку Excel значение, показывающее, во сколько раз показатель, который вы анализируете, вырос за весь период. То есть разделить значение показателя в год N на его значение

в первый год. В нашем случае получим $84526/34256 = 2,467$. Записываем это число в клетку таблицы Excel. А в другой ячейке (например, рядом) задаем формулу вычисления среднего геометрического, для чего нужно ввести в ячейку знак «=» и выбрать функцию «СТЕПЕНЬ» в левом верхнем углу над таблицей. Справа появится Построитель формул со словом «СТЕПЕНЬ» и два поля: «число» и «степень». В поле «число» ставим курсор и затем кликаем на ячейку с цифрой 2,467. А в поле «степень» набираем $1/N$, где N — это число лет, за которые произошел данный рост. В нашем случае — 9 лет, то есть, набираем $1/9$. Нажимаем кнопку «готово» в Построителе формул. В нашей ячейке, если все сделано правильно, появится число 1,1055397. Еще в соседней ячейке, формат которой определим как процентный, зададим формулу = «ячейка с числом 1,1055397»-1. Получим в этой ячейке 10,55 %. Это и будет средний процент роста за 9 лет по формуле сложных процентов, которая иногда еще называется средним геометрическим. Теперь все, кто не умел этого делать раньше, могут вычислять средний рост любого показателя по формуле сложных процентов. Нам это постоянно нужно будет делать в дальнейшем. В основе расчета два числа: во сколько раз увеличился показатель и за сколько периодов времени (лет) произошло это увеличение.

— Получаем рост 10,55 % в год в среднем. Если средний рост 6 % годовых или больше (у нас как раз больше), то такой рост будем считать высоким, и ставим по этому параметру оценку «+1»; если рост 3–6 % годовых, то считаем рост средним и ставим оценку «0». Если рост менее 3 % годовых, то ставим оценку «-1».

Анализ операционной маржи (Operating Margin)

1. Рассчитаем Операционную маржу (Operating Margin): сколько процентов составляет операционная прибыль от выручки. Надо разделить величину операционной прибыли на выручку и выразить результат в процентах. Это, в зависимости от вашего упорства, можно делать для каждого из 10 лет, по которым есть данные, или только

для первого и последнего года, или для средних значений выручки и операционной прибыли на всем промежутке 10 лет. Если операционная маржа получилась равной или больше 14 %, ставим этому параметру оценку «+1», если 6–13 % — ставим оценку «0», если менее 6 %, ставим оценку «-1».

2. Динамика операционной маржи. Если операционная маржа в целом не снижалась за это десятилетие или даже росла, ставим по параметру «стабильность операционной маржи» оценку «+1». Если операционная маржа снизилась незначительно и в последний год все еще превышает 14 %, ставим оценку «0». Если не первое и не второе — ставим оценку «-1».

Анализ чистой прибыли (Net Income)

1. Первый интересующий нас в этой части показатель — размер маржи чистой прибыли в выручке компании: отношение чистой прибыли к выручке, выраженное в процентах (Net Profit Margin). Делим размер чистой прибыли (например, для года 2008 будет 2547) на выручку (для 2008 года будет 34256). Получаем $2547/34256 = 7,5\%$. Считаем этот показатель для первого и последнего года. А более упорные могут рассчитать для всех 10 лет или для средних значений выручки и чистой прибыли. Если показатель больше 10 %, ставим оценку «+1», если 6–9 % — оценка «0», если менее 6 % — оценка «-1». В нашем случае получилось, что в 2008 году показатель был менее 10 %, зато в 2017 больше. Нас больше интересуют более свежие данные, поэтому я бы поставил по этому показателю «+1».
2. Второй показатель — динамика маржи чистой прибыли. Если маржа чистой прибыли растет за 10 лет или стабильна, ставим этому показателю оценку «+1». Если она снижается очень мало — ставим по этому показателю оценку «0». Если она существенно снижается — ставим оценку «-1».

3. И третий показатель — рост чистой прибыли на одну акцию (Earnings per Share Growth). Смотрим строку Earnings per Share в таблице. Значение показателя (Earnings per Share) за последний год (2017) делим на значение того же показателя за начальный год (2008). Получим: чистая прибыль на одну акцию выросла за 9 лет в $4,83/0,43 = 11,2$ раза. По формуле сложных процентов определим средний рост за 9 лет, используя схему работы с Excel, которая описана выше. Получим среднегодовой рост 30,5 %. Если среднегодовой рост 10 % и выше, то ставим этому показателю оценку «+1», если рост составил от 6 % до 9 %, ставим оценку «0». Если рост составил 5 % или меньше, ставим оценку «-1».

Задание: подумайте, почему мы ставим в формуле 9 лет, а не 10?

Теперь рассмотрим таблицу «Балансовый отчет» (см. Шаг 33).

1. **Анализ уровня долгов компании.** Рассмотрим для 2008 года величину Total liabilities, деленную на Total assets: $72567/113017 = 64,2\%$. То же самое сделаем для 2017 года: $96782/186949 = 51,8\%$. Если показатель получился меньше 50 %, ставим оценку «+1», если показатель в пределах 50 % – 70 %, то ставим оценку «0», если показатель больше 70 %, ставим оценку «-1». В нашем случае оценка получилась «0».
2. **Анализ роста собственного капитала компании.** Средний процент роста собственных средств фирмы (Shareholders' Equity) рассчитывается так же, как мы считали средний процент роста других показателей по формуле сложных процентов (например, как рост чистой прибыли компании). Смотрим строку Shareholders' Equity. За 2008 год было значение 40450, а за 2017 год — значение 68606. Как вычислять среднегодовой рост по формуле сложных процентов, мы уже знаем. Получается 6 % в год роста в среднем. Но здесь нужна одна поправка, которую я пока не буду делать, чтобы не загромождать изложение. Поясню на следующем шаге. Поэтому пока

не буду указывать граничных значений, отделяющих хороший показатель от не очень хорошего и от плохого. Просто запомним, что здесь надо кое-что уточнить.

И два показателя получаются из анализа обеих таблиц в сравнении. Это показатели ROE и ROA.

1. **ROE.** Делим значение Net profit за 2008 год из таблицы «Счет прибылей/убытков» на значение Stockholders' Equity из таблицы «Балансовый отчет» за тот же 2008 год. Выражаем полученный результат в процентах. В нашем случае: $2547/40450 = 6,3 \%$. То же самое делаем для последнего года 2017: $22714/68606 = 33,1 \%$. Если показатель равен или больше 16 %, ставим оценку «+1», если показатель лежит в пределах от 10 % до 16 %, ставим оценку «0», если показатель меньше 10 %, ставим оценку «-1». В нашем случае оценка за 2007 год будет «-1», а за 2017 год «+1». С учетом того, что нам близкое прошлое важнее, чем далекое, я бы поставил этому показателю общую оценку «+1».
2. **ROA.** Делим значение Net profit за 2008 год из таблицы «Счет прибылей/убытков» на значение Total Assets из таблицы «Балансовый отчет» за тот же год. В нашем случае для 2008 года: $2547/113017 = 2,2 \%$. Для 2017 года: $22714/186949 = 12,1 \%$. Если показатель равен или больше 8 %, ставим оценку «+1», если показатель получился между 6 % и 8 %, ставим оценку «0», если показатель меньше 6 %, ставим оценку «-1». У нас получилось, что для 2008 года оценка «-1», а для 2017 года оценка «+1». Поскольку более близкое прошлое для нас важнее, я бы поставил по этому показателю оценку «+1».

Это все, что нам нужно для анализа.

Шаг 35. **ЭКСПРЕСС-АНАЛИЗ КАК РАБОЧИЙ ИНСТРУМЕНТ**

1. Итак, мы выбрали 10 показателей, каждый из которых позволяет оценить деятельность компании с какой-то одной точки зрения, важной для инвестора. Мы оценивали и конкурентное преимущество (например, маржа прибыли), и динамику роста компании (например, скорость роста прибыли на одну акцию), и стабильность работы фирмы (например, динамика маржи операционной прибыли), и эффективность команды менеджеров (например, скорость роста собственного капитала). Все вместе эти показатели характеризуют компанию разносторонне, характеризуют ее общую инвестиционную привлекательность. Понятно, что если все показатели были стабильно хорошими на достаточно длинном интервале (в несколько лет) в прошлом, то это говорит об устойчивом и динамично развивающемся бизнесе. И есть хороший шанс, что и в будущем компания будет продолжать успешно развиваться. Акции такой фирмы являются привлекательными для инвестора.

Но возникает несколько вопросов, которые мы сейчас обсудим.

Может быть и так, что компания хорошо развивалась в прошлом, а в будущем ее подстерегают трудности, которых раньше просто не было. В этом случае оценки прошлого нам не помогут. Зачем же его изучать? Конечно, такое возможно и реально случается иногда. «Нокиа», которая «проспала» эру смартфонов, и «Кодак», который

«проспал» эру беспленочной, цифровой фотографии — это классические примеры такого рода. Поэтому надо всегда выбирать в качестве объекта своих инвестиций не акции единственной компании, а целый пакет из 10–20–30 компаний и покупать акции таким пакетом. Со всеми компаниями в вашем портфеле такие неожиданности не случатся одновременно. Поэтому хорошо развивающиеся фирмы спасут вас от поражения, которое вы, возможно, потерпите от одной-двух компаний. Питер Линч говорил, что из каждых пяти компаний, акции которых вы включили в свой портфель, одна окажется проигравшей, зато остальные четыре позволят вам получить отличный общий результат. Также, кроме акций, надо включать в инвестиционный портфель и облигации, и REITs, и — возможно — золото. Это тоже позволит вашему портфелю вести себя достойно в любых ситуациях. Но разговор о портфеле — это отдельная глава нашей книжки. Ну и надо раз в год посмотреть на свежие данные по только что прошедшему году, чтобы понять, двигается ли компания в прежнем направлении уверенно и стабильно.

2. Почему именно эти 10 параметров взяты для оценки? В чем-то это мои личные предпочтения и соображения. И вы не должны мне верить. Вы должны требовать от меня доказательств. Предъявляю эти доказательства. Во-первых, практически все эти критерии использует в своей аналитической работе Уоррен Баффет. Об этом мы узнаем из многочисленных книг, в которых описан подход Баффета к оценке компаний. А инвестиционные результаты Баффета весьма впечатляющи. Во-вторых, в процессе изложения на Шагах 32 и 33 каждый критерий обосновывался содержательно, каждый критерий имеет разумное экономическое содержание. И, в-третьих, ниже мы проведем реальную проверку того, какие результаты дает отбор компаний (и их акций) по данной системе критериев. Мы сможем на реально отобранных таким способом акциях увидеть результаты доходности, к которым приводит наш отбор.

3. При оценке каждого из параметров использовались граничные значения, ориентируясь на которые, мы относили значения параметров к хорошим, средним или плохим. Например, при оценке среднегодового роста выручки мы считали, что если рост более 6 % в год, то это хороший рост. Между 3 % и 6 % — средний, а менее 3 % — плохой. Откуда берутся эти граничные значения? Честно говоря, я установил эти значения сам, ориентируясь на те средние значения, которые показывает набор из 500 компаний, входящих в S&P 500. Но мы уже отмечали два момента, на которые мы, тем не менее, в нашем анализе внимания не обращаем. Мы говорили, что те границы, которые отличают хорошие показатели от плохих, различаются для разных секторов экономики и также различаются в разные годы. Средние значения интересующих нас показателей для разных лет и разных секторов экономики можно было бы установить на основании того, какими они были для компаний из индекса S&P 500 для разных секторов экономики и в разные годы. Такие данные и по разным секторам экономики, и по разным годам есть. И они действительно отличаются для разных секторов экономики и для разных лет. И, действительно, правильно было бы проводить анализ, ориентируясь на цифры именно для определенного сектора экономики и для определенного года. Но в данном случае исключительно для простоты я взял средние по индексу показатели и не погружаюсь глубоко в эти нюансы. Однако Правило № 1 все время работает. Если кто-то хочет разобраться с этим вопросом глубже, то интернет предоставит вам необходимую информацию. Для начала укажу несколько сайтов, где вы можете найти средние по секторам и времени значения интересующих показателей для S&P 500:

<https://www.yardeni.com/pub/stmktbriefrevearndiv.pdf>

https://ycharts.com/indicators/sp_500_eps

<https://www.yardeni.com/pub/peacocksp500.pdf>

<http://www.multpl.com/s-p-500-dividend-yield/>



https://csimarket.com/Industry/industry_growth_rates.php?net&https://www.yardeni.com/pub/revearnmarginq.pdfhttps://www.multpl.com/s-p-500-real-earnings-growth

Конечно, на основании анализа ключевых показателей, характеризующих долгосрочное конкурентное преимущество фирмы, мы можем более или менее уверенно ожидать ее успешного функционирования в будущем. Но частенько возникают совершенно непредвиденные осложнения, которые внезапно становятся препятствиями на пути развития компании. Кроме того, иногда хорошие фирмы в течение года-двух показывают весьма слабый рост цены своих акций, несмотря на значительные успехи в своих финансовых показателях и реальный рост бизнеса. Все же цену акций на бирже определяют люди, а не роботы. А люди подвержены эмоциям. Иногда некоторые хорошие фирмы не очень нравятся инвесторам. А другие фирмы, которые объективно не заслуживают большого внимания, могут долго находиться в фаворе у рынка. Единственное, на что стоит уповать — это на то, что со временем все придет в соответствие. Не может не расти на длинных интервалах времени цена акции компании, которая показывает значительные или даже выдающиеся успехи в развитии своего бизнеса.

4. По одному из параметров — «Анализ роста собственного капитала компании» — мы так и не установили граничных значений, которые определяют успешность деятельности фирмы. Было сказано, что надо учесть некоторые поправки. Где же они? Давайте сейчас рассмотрим этот показатель повнимательнее. Рост собственного капитала — это очень важный показатель, конечно. Ведь имущество не лежит мертвым грузом. Оно представляет собой оборудование, материалы и деньги на счетах, которые позволяют выпускать продукцию. И если имущество увеличивается, то и продукции выпускается больше. Но не стоит забывать, что, получив прибыль, компания



может распорядиться ею по-разному. Может направить всю прибыль на развитие своего бизнеса. В этом случае собственный капитал фирмы будет расти достаточно быстро. Но компания может выплатить значительную часть полученной прибыли непосредственно акционерам в виде дивидендов. В этом случае у компании на развитие собственного бизнеса останется существенно меньше средств, и капитал компании будет расти, естественно, не столь быстрыми темпами. Но зато компания радуется акционеров постоянной выплатой значительных дивидендов. Наконец, компания может потратить часть заработанной прибыли на обратный выкуп своих акций (Buyback), чем тоже порадует акционеров: при этом на каждую акцию станет приходиться бóльшая доля в фирме — и, кроме того, возможно, вырастет цена акции. Итак, нельзя сравнивать рост собственного капитала компании без учета того, выплачивает ли фирма дивиденды и выкупает ли она собственные акции. Надо смотреть, насколько велики суммарно эти три показателя. Тогда и назвать такой суммарный показатель надо по-другому. Я бы назвал этот показатель «использование прибыли компании». Этот показатель равен сумме трех чисел: «средний дивиденд на каждый доллар вложений в акцию» (Average Dividend Yield), «средний выкуп акций на каждый доллар вложений в акцию» (Average Buyback Yield) и «среднегодовой рост собственного капитала» (Average Shareholders' Equity Growth). Все три показателя в процентах. Первые два показателя за каждый год нам любезно предоставляет Morningstar. А значения собственного капитала компании легко найти в Балансовом отчете фирмы тоже за несколько лет. Нам надо только вычислить среднегодовой рост этого показателя. Первые два показателя показывают текущую отдачу на вложенные акционерами средства, а третий показатель задает возможности роста отдачи в будущем за счет развития компании. Сложив три цифры средних значений по данным показателям, мы и получим суммарный показатель

использования прибыли, который покажет, насколько команда менеджеров умеет распорядиться прибылями компании, которые создаются ежегодно к удовольствию (или неудовольствию) хозяев фирмы — акционеров. Теперь можно установить граничные значения этого параметра «использование прибыли компании». Если использование прибыли равно или больше 11 %, то оценка данного показателя «1». Если значение лежит между 7 % и 11 %, то оценка показателя «0». Если получилось значение менее 7 %, то оценка показателя «-1».

5. Кто-то скажет, что все это очень сложно. А Excel для чего? Если прошить формулами лист электронной таблицы (мы научимся это делать уже на следующем шаге), то достаточно ввести исходные цифры, а результат получится автоматически. У меня на экспресс-анализ одной компании уходит примерно 5–6 минут времени. И это нетрудно сделать любому. Формулы надо ввести только один раз (эта работа действительно потребует усилий), а результаты мы будем получать многократно, для любой компании.
6. У нас 10 показателей. Если некоторые из них для какой-то компании оказались хорошими, а другие — не очень, то как сделать общий вывод, стоит ли покупать акции этой фирмы? Да, надо как-то соединить все показатели в один, чтобы по нему судить, насколько хороша компания с точки зрения потенциального инвестора. Как это сделать? Значимость показателей разная. Я бы предложил для простоты разбить наши 10 показателей на 2 класса: очень важные и немного менее важные. К менее важным я бы отнес следующие четыре показателя.

1) **Среднегодовой рост выручки.** Для инвестора главное — прибыль и рост прибыли. Рост выручки помогает получать дополнительную прибыль. Поэтому рост выручки — вспомогательный показатель.

2) **Динамика маржи чистой прибыли.** Даже если маржа чистой прибыли не растет, но сама выручка год от года

увеличивается, значит, будет расти и прибыль компании. Поэтому инвестору не обязателен рост маржи чистой прибыли. Кроме того, рост операционной, а не чистой прибыли более точно свидетельствует об успехах бизнеса компании, он для нас важнее.

3) **Уровень долга.** Конечно, хорошо, когда долги небольшие. Но если фирма аккуратно обслуживает долг, а высокий уровень долга не мешает ей показывать хорошие экономические показатели, то это не так и страшно.

4) **ROA.** Этот показатель менее важен для инвестора, чем ROE, который показывает возврат именно на акционерный капитал.

Остальные 6 показателей очень важные.

Можно предложить полученные оценки очень важных показателей умножать на 2, а оценки менее важных показателей умножать на 1. И складывать полученные цифры. Тогда у нас в результате получится одно число — назовем его баллом данной компании. Это число будет характеризовать инвестиционную привлекательность компании в целом. Если балл компании высок, то можно считать, что она привлекательна для инвестора.

7. Высокий балл — это сколько? Максимальный балл может быть 16. Если все показатели оценены в 1 (максимальная оценка), то 6 из них умножатся на 2, а 4 — на 1. Поэтому максимальный суммарный балл составит 16. Соответственно, минимальный балл равен -16. Всего суммарный балл может принимать 33 значения: от -16 до 16. Если балл лежит в диапазоне от 13 до 16, то это 4 лучших значения из 33 возможных теоретически. Компании с такими значениями баллов можно считать инвестиционно очень привлекательными, а их акции весьма хорошими. Еще 4 значения, 9–12, будут характеризовать компанию как достаточно хорошую. Если же балл компании равен 8 или меньше, то мы ее будем отбрасывать как недостаточно хорошую для инвестирования.

Что у нас получилось в итоге для компании Comcast?

Среднегодовой рост выручки:

оценка 1, коэффициент 1. Итог $1 \times 1 = 1$.

Использование прибыли:

оценка 1, коэффициент 2. Итог $1 \times 2 = 2$.

Операционная маржа:

оценка 1, коэффициент 2. Итог $1 \times 2 = 2$.

Динамика операционной маржи:

оценка 1, коэффициент 2. Итог $1 \times 2 = 2$.

Маржа чистой прибыли:

оценка 1, коэффициент 2. Итог 2.

Динамика маржи чистой прибыли:

оценка 1, коэффициент 1. Итог 1.

Рост чистой прибыли на одну акцию:

оценка 1, коэффициент 2. Итог 2.

Уровень долгов компании:

оценка 0, коэффициент 1. Итог 0.

ROE: оценка 1, коэффициент 2. Итог 2.

ROA: оценка 1, коэффициент 1. Итог 1.

Суммарный балл получился 15.

У нас получился весьма хороший показатель. Надо отметить, что совокупность показателей, которые мы проверяем, очень трудно выполнить совместно. Хотя есть много компаний, у которых те или иные показатели будут очень хороши, совсем не просто отыскать фирму, у которой все изучаемые показатели оказываются хорошими по выбранным нами десяти критериям.

Мы получили такой высокий суммарный балл потому, что в некоторых случаях, когда для одних лет значения какого-то из показателей были не очень хороши, а для других — хороши (маржа чистой прибыли, ROE и ROA), то я предлагал брать во внимание более «свежие» значения показателя для оценки. Если же ориентироваться на средние значения показателя, то

мы получим другие оценки и, соответственно, другой суммарный балл компании. Сразу скажу, что в этом случае суммарный балл по компании Comcast будет равен 11. Это тоже хороший показатель, но уже не столь выдающийся, как 15. Какой же подход верен? Я не знаю. С одной стороны, за десяток лет компания существенно меняется. И учитывать то, что было 10, 9 или 8 лет назад, так же, как и то, что происходило в последние годы, не совсем верно. И поэтому, когда у нас очень длинный период анализа — 10 лет, — то можно ориентироваться на более свежие данные. Если же период анализа меньше — например, только 5 лет, — то надо ориентироваться на средние значения показателя за этот период. Один из вариантов решения состоит в том, чтобы вообще анализировать только последние 5 лет деятельности фирмы, а не все 10 лет, по которым у нас есть данные. Однако здесь мы рискуем пропустить те «подводные камни», на которые время от времени наталкивается бизнес любой компании и которые можно не увидеть на пятилетнем периоде. А посмотреть, насколько успешно компания преодолевает трудности своего развития, очень полезно. Поэтому я бы дал такой совет: проводите анализ только для последних 5 лет и ориентируйтесь при этом на средние показатели по каждому параметру. А для тех нескольких компаний, на которые упал ваш выбор (высокий балл), проведите справочно еще и анализ на 10-летнем периоде. Но в этом случае в спорных ситуациях обращайтесь больше внимания на последние годы по спорным параметрам.

Шаг 36. **ИСПОЛЬЗУЕМ EXCEL ДЛЯ БЫСТРОГО АНАЛИЗА**

Экспресс-анализ гораздо проще проводить на базе электронных таблиц Excel. Все, что мы так подробно обсуждали, можно легко прошить формулами в таблице Excel. Тогда ввод нескольких строк данных из финансовых отчетов за 10 лет, которые нам дает Morningstar, позволит сразу получить результаты экспресс-анализа. Попробуйте сделать эту работу самостоятельно. Вам нужно построить примерно такую таблицу.

Здесь:

Голубым цветом выделены строки, перенесенные из таблицы Income Statement (Шаг 32) с сайта Morningstar.

Желтым цветом выделены строки, перенесенные из таблицы Balance Sheet (Шаг 33).

Розовым цветом выделены строки, перенесенные из закладки меню «Dividends» по данной компании на сайте все того же Morningstar:

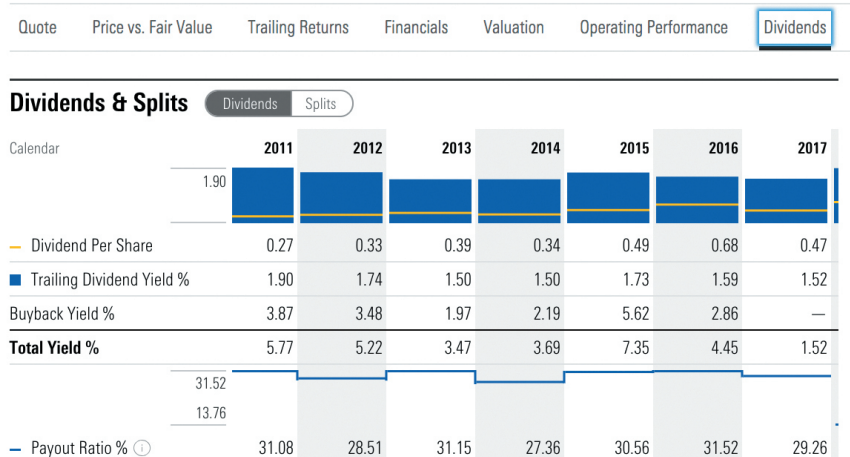
- Trailing Dividend Yield %
- Buyback Yield %

Далее, зеленым цветом в нашей таблице выделены данные, которые получены расчетным путем по простым формулам, которые обсуждались ранее. При этом стоит обратить внимание на некоторые детали расчетов:

- Собственный капитал (Shareholders' Equity) можно было тоже перенести из Балансового отчета, но проще его рассчитать как разность между активами (Total Assets) и обязательствами (Total Liabilities), что и сделано в таблице.

Вот как выглядит эта страничка:

Comcast Corp Class A CMCSA ★★★★★ Sep 14, 2018



— Две ячейки, окрашенные зеленым и выделенные жирным шрифтом в колонке «СРЕДНИЕ» справа от голубых строк, содержат результаты расчета показателей среднего годового роста выручки и прибыли на акцию по формуле сложных процентов (как это описано на Шаге 34).

— Цифра среднего роста собственных средств в колонке «СРЕДНИЕ» и строке Shareholders' Equity (6%) также рассчитана по формуле сложных процентов аналогично среднегодовому «росту выручки» и среднегодовому «росту прибыли на акцию».

— «Операционная маржа» является результатом деления Operating Income на Revenue.

— «Маржа чистой прибыли» — это результат деления Net Income на Revenue.

— ROE — это результат деления Net Income на Shareholders' Equity.

— ROA — это результат деления Net Income на Total Assets.

— В табличке «ИТОГИ» Колонка «ЗНАЧЕНИЕ» почти везде содержит результаты, которые вычислены ранее в колонке

Таблица 4.3.

Экспресс-анализ

Показатель	Годы											СРЕДНИЕ
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017		
Revenue	34256	35756	37937	55842	62570	64657	68775	74510	80403	84526	10,6%	рост выручки
Operating Income	6732	7214	7980	19721	12179	13563	14904	15998	16859	17987		
Net income	2547	3638	3635	4160	6203	6816	8380	8163	8695	22714		
Earning per Sare (basic)	0,43	0,64	0,65	0,76	1,16	1,30	1,62	1,64	1,80	4,82	30,8%	рост приб. на акцию
Total assets	113017	112733	118534	157818	164971	158813	159339	166574	180500	186949		
Total Liabilities	72567	70012	74180	110544	115615	108119	106628	114305	126557	118343		
Dividend yield	1,11%	1,57%	1,72%	1,90%	1,74%	1,50%	1,50%	1,73%	1,59%	1,52%	1,59%	ср. проц. отдачи в виде див.
Buyback yield	7,91%	2,19%	2,56%	3,87%	3,48%	1,97%	2,19%	5,62%	2,86%	0,00%	3,27%	ср. проц. Buyback
Shareholders' Equity	40450	42721	44354	47274	49356	50694	52711	52269	53943	68606	6,0%	ср. рост собств. средств
Операционная маржа	19,7%	20,2%	21,0%	35,3%	19,5%	21,0%	21,7%	21,5%	21,0%	21,3%	22,20%	ср. операц. маржа
Маржа чистой прибыли	7,4%	10,2%	9,6%	7,4%	9,9%	10,5%	12,2%	11,0%	10,8%	26,9%	11,59%	ср. маржа чист. приб.
Уровень долга	64,2%	62,1%	62,6%	70,0%	70,1%	68,1%	66,9%	68,6%	70,1%	63,3%	66,61%	ср. уровень долга
ROE	6,3%	8,2%	8,2%	8,8%	12,6%	13,4%	15,9%	15,6%	16,1%	33,1%	13,86%	ср. ROE
ROA	2,3%	3,2%	3,1%	2,6%	3,8%	4,3%	5,3%	4,9%	4,8%	12,1%	4,64%	ср. ROA
ИТОГИ												
ПОКАЗАТЕЛЬ	ЗНАЧЕНИЕ	Оценка	Коэфф.	Итог	ГРАНИЧНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ							
Среднегодовой рост выручки	10,6%	1	1	1	3%	6%						
Использов. Прибыли (13+14+16)	10,9%	1	2	2	7%	11%						
Операционная маржа	22,2%	1	2	2	6%	14%						
Динамика операционной маржи	стаб	1	2	2	2	снижение	незначит сн стаб/рост					
Маржа чистой прибыли	11,6%	1	2	2	2	6%	10%					
Динамика маржи чистой приб.	стаб	1	1	1	1	снижение	незначит сн стаб/рост					
Дин. чистой прибыли на акцию (год)	30,8%	1	2	2	2	4%	10%					
Уровень долга	66,6%	0	1	0	0	70%	50%					
ROE	13,9%	0	2	0	0	10%	16%					
ROA	4,6%	-1	1	-1	-1	6%	8%					
Общий итог				11								

«СРЕДНИЕ». Просто данные перенесены в табличку «ИТОГИ». Исключение составляют только три характеристики. Значение «Использование прибыли» является результатом сложения трех чисел (все в формате «процентный») — «средний процент отдачи в виде дивиденда», «средний Buyback» и «средний рост собственных средств» (все из колонки «СРЕДНИЕ»).

— Значения «Динамика операционной маржи» и «Динамика чистой прибыли» являются качественными и не рассчитываются автоматически. Вам необходимо рассмотреть соответствующие строки показателей за 10 лет и выбрать одно из возможных значений: «стабильность или рост», «незначительное снижение» или «снижение». И в зависимости от этого проставить оценки «1», «0» или «-1» для этих показателей.

— По остальным показателям проставить оценки легче: они зависят от того, какой показатель уже рассчитан, и нужно лишь сравнить его с граничными значениями, которые для удобства приведены справа от таблички «ИТОГИ».

— После проставления вами оценок всех показателей вы автоматически получите итоговый балл по данной компании, который и характеризует ее инвестиционную привлекательность.

Возможно, кому-то покажется трудной прошивка таблицы разнообразными формулами. Стоит помучаться с этим. Ведь сделать эту работу надо только однажды. А в результате вы сможете постоянно проверять любую фирму на предмет ее инвестиционной привлекательности за несколько минут. Надо будет только заполнить данные в голубых, желтых и розовых строках, а затем проставить оценки показателей в таблице «ИТОГИ» исходя из их значений, которые будут вычислены автоматически, и сравнить их с указанными справа границами. Такая работа займет у вас всего несколько минут. А в результате вы поймете, стоит ли покупать акции этой компании.

***Замечание:** если у вас все же возникнут непреодолимые трудности с прошивкой электронной таблицы, напишите мне. Постараюсь помочь.*

И все же, главный вопрос: откуда уверенность, что эта методика дает хорошие результаты? Ответ на следующем шаге.

Шаг 37. ПРОВЕРКИ НА ДОРОГАХ

«Суха теория, мой друг, а древо жизни пышно зеленеет». Способы, при помощи которых на основании фундаментального анализа можно отыскать хорошие компании, и представленная выше формальная, алгоритмическая процедура, которая позволяет проставить каждой фирме определенный суммарный балл, чтобы оценить ее инвестиционную привлекательность — это все интересно, конечно. Теперь каждый инвестор, даже не разбирающийся глубоко в экономике фирмы, действуя по формальному алгоритму, описанному на Шагах 35 и 36, может проставить итоговые баллы разным компаниям и выбрать на этом основании те фирмы, у которых суммарный балл побольше, и таким простым способом сможет существенно заработать на инвестициях? Ура?

Нет. Правило № 1 мешает. Нам надо убедиться в том, что все это реально работает. Что можно заработать больше, чем дает рынок в среднем. Как это проверить? Теоретические размышления, что выбранные фирмы будут обладать хорошими и стабильными показателями развития своего бизнеса, заработают больше прибыли, будут динамично расти, а вслед за ростом самой компании последует и рост цены ее акций — все эти рассуждения являются теоретическими, а хотелось бы прямое доказательство, что так и получается в реальности.

И тут нам на помощь может прийти процедура, которая называется Backtesting (проверка на прошлом).

Вот какая простая мысль лежит в основе проверки: финансовые таблицы — Счет прибылей/убытков и Балансовый отчет, на основе которых мы делали выводы — на сайте Morningstar

имеются за 10 лет: с 2008 по 2017 годы. Давайте предположим, что сейчас январь 2013 года, и мы анализируем компании на основании финансовых таблиц только за 5 прошлых лет: с января 2008 по декабрь 2012. Прделаем все те же действия, которые описаны в алгоритме экспресс-анализа, но для пяти лет: 2008–2012. И проставим каждой компании, которую мы проанализировали, итоговый балл. У нас получатся разные итоговые оценки для разных фирм на начало 2013 года. Например, вот что получится для компании JNJ — Johnson and Johnson:

Таблица 4.4.

Экспресс-анализ компании Johnson and Johnson

Показатель	Годы								
	2008	2009	2010	2011	2012				
Revenue	63747	61897	61587	65030	67224	1,3%	рост выручки		
Operating Income	16169	16663	16527	16153	15869				
Net income	12949	12226	13334	9672	10853				
Earning per Sare (basic)	4,62	4,45	4,85	3,54	3,94	-3,9%	рост приб. на акцию		
Total assets	84912	94682	102908	113644	121347				
Total Liabilities	42401	44094	46329	56564	56521				
Dividend yield	3,00%	3,00%	3,41%	3,43%	3,42%	3,25%	ср. проц. отдачи в виде див.		
Buyback yield	4,01%	1,20%	1,65%	1,65%	6,63%	3,03%	Ср. проц. Buyback		
Shareholders' Equity	42511	50588	56579	57080	64826	11,13%	ср. рост собств. средств		
Операционная маржа	25,4%	26,9%	26,8%	24,8%	23,6%	25,5%	ср. операц. маржа		
Маржа чистой прибыли	20,3%	19,8%	21,7%	14,9%	16,1%	18,5%	ср. маржа чист. приб.		
Уровень долга	49,9%	46,6%	45,0%	49,8%	46,6%	47,6%	ср. уровень долга		
ROE	30,5%	24,2%	23,6%	16,9%	16,7%	22,4%	ср. RPE		
ROA	15,2%	12,9%	13,0%	8,5%	8,9%	11,7%	ср. ROA		
ПОКАЗАТЕЛЬ		ЗНАЧЕНИЕ	Оценка	Кэффци.	Итог				
Среднегодовой рост выручки		1,3%	-1	1	-1	3%	6%		
Использов. Прибыли (13+14+16)		17,4%	1	2	2	7%	11%		
Операционная маржа		25,5%	1	2	2	6%	14%		
Динамика операционной маржи		незн. сниж	0	2	0	снижение	незначит. сн	стаб/рост	
Маржа чистой прибыли		18,5%	1	2	2	6%	10%		
Динамика маржи чистой приб.		незн. сниж	0	1	0	снижение	незначит. сн	стаб/рост	
Дин. чистой прибыли на акцию (год)		-3,9%	-1	2	-2	4%	10%		
Уровень долга		47,6%	1	1	1	70%	50%		
ROE		22,4%	1	2	2	10%	16%		
ROA		11,7%	1	1	1	6%	8%		
Общий итог					7				

Прделаем это для разных компаний, но только за 2008–2012 годы. Затем выберем (в январе 2013 года на основании нашего анализа за 2008–2012 годы) компании, которые имеют за прошлые пять лет наилучшие баллы. Мы выберем их в качестве объекта инвестиций в начале 2013 года. Мы условно купим акции с наивысшими баллами в январе 2013. А затем посмотрим, что произошло с ценой акций этих компаний за более чем пять с половиной лет: с января 2013 года по 21 августа 2018 года

(сегодняшний день). Тогда мы сможем проверить, действительно ли компании, которые получили высокие баллы по методике нашего экспресс-анализа на прошлом периоде 2008–2012, в дальнейшем за пять с половиной лет выросли в цене больше, чем рынок в среднем? Прямая проверка. У нас есть вся исходная информация для этого. Вперед!

Для того чтобы на начало 2013 года проверить различные компании на прошлом периоде 2008–2012 и выбрать фирмы с высокими баллами, нам надо проделать много работы. Не так-то просто найти фирмы, которые будут обладать высокими итоговыми баллами. Проверки среди 22 компаний, которые я подозревал в том, что они неплохие, позволили мне обнаружить только 11 фирм, которые можно выбрать для инвестирования. Вот результаты:

Таблица 4.5.

Итоговые баллы для 22 компаний

Тикер	Итоговая Оценка	Тикер	Итоговая Оценка
TIF	16	BTI	7
MSFT	16	CMCSA	7
EW	16	JNJ	7
MA	15	AMGN	6
BIIB	14	HD	4
SWKS	14	KMX	4
TROW	12	ICLR	–1
TSCO	12	RHI	–2
MMM	12	KR	–4
V	12	ALK	–6
ADSK	9		

В соответствии с нашей классификацией, если значение итогового балла лежит в диапазоне 13–16 баллов, то такие акции являются весьма хорошими. Таких компаний удалось найти всего шесть:

TIF — Tiffany;

MSFT — Microsoft;

EW — Edwards Lifesciences;

MA — MasterCard;

BIIB — Biogen;
SWKS — Skyworks Solutions.

А в группу достаточно хороших (балл от 9 до 12) попали еще пять компаний:

TROW — T. Rowe Price
TSCO — Tractor Supply
MMM — 3М
V — Visa
ADSK — Autodesk.

Теперь можно представить себе, что мы на основании этого анализа в 2013 году купили именно эти акции. И держали их долго. Что у нас получилось в результате? Каких успехов мы достигли?

Уточним задачу. Допустим, в 2013 году эту работу проделали два инвестора. Борис и Дмитрий. Борис решил выбрать только первую группу компаний. Он в акции каждой из шести весьма хороших компаний вложил равные объемы средств и решил держать этот портфель долго. Не менее 3 лет. А Дмитрий решил купить акции и весьма хороших, и достаточно хороших компаний. У него получился портфель из 11 разных акций. Он тоже вложил равные средства в каждую из этих 11 компаний. И тоже решил держать этот портфель, ничего в нем не меняя, долго, не менее 3 лет. Вот, что получилось у них **через 3 года**, в январе 2016. Портфель Бориса показал такие результаты:

Таблица 4.6.

Рост портфеля Бориса с января 2013 по январь 2016

Тикер	Итоговая оценка	Цена января 2013 года	Цена января 2016 года	Рост в (раз)	Среднегодовой рост
TIF	16	63,26	65,05	1,0	0,9 %
MSFT	16	27,43	52,17	1,9	23,8 %
EW	16	46,48	77,96	1,7	18,8 %
MA	15	52,10	88,71	1,7	19,4 %
BIIB	14	136,22	250,49	1,8	22,5 %
SWKS	14	21,91	65,13	3,0	43,8 %
В целом				1,9	21,5 %

Инвестированная Борисом сумма за три года выросла на 90 %, что соответствует среднегодовому росту 21,5 %.

У Дмитрия портфель показал несколько худшие результаты:

Таблица 4.7.

Рост портфеля Дмитрия с января 2013 по январь 2016

Тикер	Итоговая оценка	Цена января 2013 года	Цена января 2016 года	Рост в (раз)	Среднегодовой рост
TIF	16	63,26	65,05	1,0	0,9 %
MSFT	16	27,43	52,17	1,9	23,8 %
EW	16	46,48	77,96	1,7	18,8 %
MA	15	52,10	88,71	1,7	19,4 %
BIIB	14	136,22	250,49	1,8	22,5 %
SWKS	14	21,91	65,13	3,0	43,8 %
TROW	12	71,46	67,47	0,9	–1,9 %
TSCO	12	48,17	83,46	1,7	20,1 %
MMM	12	99,29	144,63	1,5	13,4 %
V	12	39,57	71,83	1,8	22,0 %
ADSK	9	38,06	49,29	1,3	9,0 %
В целом				1,7	18,6 %

Инвестированная Дмитрием сумма выросла за 3 года на 70 %, что соответствует среднегодовому росту 18,6 %.

Много это или мало? Посмотрим, как за эти 3 года вырос рынок американских акций в целом. Обычно для сравнения используется индекс S&P 500. Вот как вырос за эти 3 года ETF VOO, который повторяет индекс S&P 500:

Таблица 4.8.

Рост ETF VOO в период с января 2013 по январь 2016

Тикер	Цена января 2013 года	Цена января 2016 года	Рост в (раз)	Среднегодовой рост
VOO	135,88	172,15	1,3	8,20 %

Рынок (если его измерять индексом S&P 500) вырос за эти 3 года на 30 %, что соответствует среднегодовому росту 8,2 %. Как

видим, ни Борис, ни Дмитрий не раскаиваются пока в своем выборе. Доходность их портфелей оказалась существенно выше среднерыночной. Но возможно, это просто случайно так получилось на этом конкретном трехгодовом периоде. Ну, что ж, оба инвестора настроены держать свои портфели в неизменном виде дальше. Посмотрим, что случилось **через 4 года** от старта их инвестиций, а именно, в январе 2017 года.

Борис:

Таблица 4.9.

Рост портфеля Бориса с января 2013 по январь 2017

Тикер	Итоговая оценка	Цена января 2013 года	Цена января 2017 года	Рост в (раз)	Среднегодовой рост
TIF	16	63,26	79,63	1,3	5,9 %
MSFT	16	27,43	63,55	2,3	23,3 %
EW	16	46,48	95,50	2,1	19,7 %
MA	15	52,10	108,70	2,1	20,2 %
BIIB	14	136,22	262,69	1,9	17,8 %
SWKS	14	21,91	85,11	3,9	40,4 %
В целом				2,3	21,2 %

Инвестированная Борисом сумма за четыре года выросла на 130 %, что соответствует среднегодовому росту 21,2 %. Все хорошо у Бориса.

Дмитрий:

Таблица 4.10.

Рост портфеля Дмитрия с января 2013 по январь 2017

Тикер	Итоговая оценка	Цена января 2013 года	Цена января 2017 года	Рост в (раз)	Среднегодовой рост
TIF	16	63,26	79,63	1,3	5,9 %
MSFT	16	27,43	63,55	2,3	23,3 %
EW	16	46,48	95,50	2,1	19,7 %
MA	15	52,10	108,70	2,1	20,2 %
BIIB	14	136,22	262,69	1,9	17,8 %
SWKS	14	21,91	85,11	3,9	40,4 %
TROW	12	71,46	72,02	1,0	0,2 %

окончание табл. 4.10.

Тикер	Итоговая оценка	Цена января 2013 года	Цена января 2017 года	Рост в (раз)	Среднегодовой рост
TSCO	12	48,17	74,81	1,6	11,2 %
MMM	12	99,29	177,33	1,8	15,6 %
V	12	39,57	81,17	2,1	19,7 %
ADSK	9	38,06	81,69	2,1	21,0 %
В целом				2,0	17,8 %

Инвестированная Дмитрием сумма выросла за 4 года на 100 %, что соответствует среднегодовому росту 17,8 %.

А как вырос рынок в целом?

Таблица 4.11.

Рост ETF VOO в период 2013–2017 гг.

Тикер	Цена января 2013 года	Цена января 2016 года	Рост в (раз)	Среднегодовой рост
VOO	135,88	208,46	1,5	11,30 %

Рынок за 4 года вырос на 50 %, он пока существенно отстает от портфеля Дмитрия и особенно сильно отстает от портфеля Бориса.

Но давайте посмотрим, что получилось к настоящему времени, к концу августа 2018 года, чуть более чем **через 5,5 лет** с начала инвестирования.

Борис:

Таблица 4.12.

Рост портфеля Бориса с января 2013 по август 2018

Тикер	Итоговая оценка	Цена января 2013 года	Цена января 2018 года	Рост в (раз)	Среднегодовой рост
TIF	16	63,26	122,66	1,9	12,4 %
MSFT	16	27,43	112,43	4,1	28,3 %
EW	16	46,48	144,24	3,1	22,2 %
MA	15	52,10	215,65	4,1	28,6 %
BIIB	14	136,22	353,49	2,6	18,4 %
SWKS	14	21,91	91,30	4,2	28,7 %
В целом				3,3	23,8 %

Борис не снижает темпов. Его портфель вырос уже на 230 %, что соответствует среднегодовому росту 23,8 %.

Дмитрий:

Таблица 4.13.

Рост портфеля Дмитрия с января 2013 по август 2018

Тикер	Итоговая оценка	Цена января 2013 года	Цена января 2018 года	Рост в (раз)	Среднегодовой рост
TIF	16	63,26	122,66	1,9	12,4 %
MSFT	16	27,43	112,43	4,1	28,3 %
EW	16	46,48	144,24	3,1	22,2 %
MA	15	52,10	215,65	4,1	28,6 %
BIIB	14	136,22	353,49	2,6	18,4 %
SWKS	14	21,91	91,30	4,2	28,7 %
TROW	12	71,46	115,89	1,6	8,9 %
TSCO	12	48,17	88,28	1,8	11,3 %
MMM	12	99,29	210,92	2,1	14,3 %
V	12	39,57	147	3,7	26,1 %
ADSK	9	38,06	154,35	4,1	28,1 %
В целом				3,0	21,7 %

У Дмитрия за это время портфель вырос на 200 % (в 3 раза), что соответствует 21,7 % среднегодового роста.

А рынок?

Таблица 4.14.

Рост ETF VOO в период января 2013 по август 2018

Тикер	Цена января 2013 года	Цена января 2016 года	Рост в (раз)	Среднегодовой рост
VOO	135,88	263,37	1,9	12,40 %

Рынок за эти же 5,65 года вырос на 90 %, что соответствует среднегодовому росту в 12,4 %.

Пока кажется, что выбор в портфель акций в соответствии с баллами экспресс-анализа может нам позволить серьезно опередить доходность рынка. Но возникают и сомнения.

Вот они:

— Мы выбрали конкретные фирмы. Их немного. 6 и 11. Возможно, нам просто повезло, нам попали удачные компании. На американском рынке торгуются акции примерно десяти тысяч американских компаний. Вполне возможно, что, выбрав другие фирмы, тоже с высоким баллом экспресс-анализа, мы получили бы совсем другие результаты. Возможно, хуже рынка.

— Мы рассматривали конкретные годы, с 2013 по 2016, 2017 и 2018. Это были годы подъема рынка. Возможно, в другие годы, например, в годы спада рынка, у нас получатся совсем другие результаты. Возможно, хуже, чем в среднем по рынку.

Эти сомнения вполне обоснованы. Проведенные тесты пока ни о чем не говорят. Слишком мало материала, чтобы утверждать обоснованно, что этот метод дает опережающие рынок результаты. Нет. Пока ничего определенного, имеющего научную значимость, сказать нельзя. Вот если бы мы исследовали хотя бы все те 500 компаний, которые входят в индекс S&P 500, выбрали из них все компании с высоким баллом экспресс-анализа, да еще исследовали их на разных интервалах на общем диапазоне лет в 100 или хотя бы 50, и если бы тогда мы выявили все ту же закономерность, то можно было бы определенно утверждать, что этот метод работает. А пока — нет.

Все это верно. Но у меня нет никакой физической возможности провести исследование подобного масштаба на 500 компаниях. И нет базы данных по финансовым показателям разных компаний за 100 или 50 лет. Поэтому единственное, что я могу сказать: «Вот то, что есть. Не обессудьте. Другого нет».

Но все же еще одну серию экспериментов я провел. Допустим, сейчас начало 2015 года. И наши инвесторы, Борис и Дмитрий, начали проводить экспресс-анализ фирм для отбора инвестиционно привлекательных компаний на пятилетнем периоде 2010–2014, чтобы сформировать свои портфели в начале 2015 года. Тогда у нас еще будет в запасе более трех лет, чтобы посмотреть, что случится с их портфелями в этом случае. Это будет немного

другой интервал времени для анализа. И, возможно, другой набор акций. Тогда у нас вывод будет чуть более обоснованным.

Вот что у меня получилось.

Всего пришлось проанализировать 27 компаний. Из них только 12 компаний оказались с высоким баллом, акции которых можно отнести либо к весьма хорошим (балл 13–16), либо к достаточно хорошим (балл 9–12).

Таблица 4.15.

**Акции компаний, показавших хорошие результаты
при экспресс-анализе**

Тикер	Итоговая Оценка
AAPL	16
EW	16
BIIB	16
GGG	15
SWKS	14
ICLR	14
MA	14
INTU	12
GOOGL	11
FB	11
ORCL	10
LEP	9

Как видим, оказались выбраны 8 компаний, которые у нас не фигурировали в портфелях за 2008–2012 годы: AAPL, GGG, ICLR, INTU, GOOGL, FB, ORCL, LEP. Но 4 компании из вошедших в список с высоким баллом на периоде 2010–2014 годы оказались повторением хороших компаний при анализе и за 2008–2012 годы: EW, MA, BIIB, SWKS. Таким образом, список фирм обновился на 2/3 своего состава. И сейчас мы проведем проверку роста цены портфелей Бориса и Дмитрия на интервале 2015–2018, которые они отобрали по результатам анализа различных компаний за 2010–2014 годы. Вот результат:

Таблица 4.16.

Рост стоимости портфелей Бориса и Дмитрия в период 2015–2018 гг.

		Цена января 2015	Цена сентября 2018	Рост в (раз)	среднегодовой рост		
	Балл						
1	AAPL	16	112,03	226,87	2,03	21,33%	19,24%
2	EW	16	62,67	139,8	2,23	24,58%	
3	BIIB	16	389,16	346,6	0,89	-3,12%	
4	GGG	15	23,75	46,83	1,97	20,44%	
5	SWKS	14	83,05	89,75	1,08	2,15%	
6	ICLR	14	56,4	146,46	2,60	29,88%	
7	MA	14	82,03	211,16	2,57	29,57%	
8	INTU	12	86,82	220,32	2,54	29,06%	
9	GOOGL	11	537,55	1199,1	2,23	24,58%	
10	FB	11	75,91	167,18	2,20	24,15%	
11	ORCL	10	41,89	47,81	1,14	3,69%	18,28%
12	LEP	9	3,36	5,25	1,56	13,01%	
	VOO		184,8	265,6	1,44	10,45%	

У Бориса (состав и доходность его портфеля обозначены светло-зеленой полоской) за период с января 2015 по август 2018 среднегодовой рост составил 19,24 %. У Дмитрия (темно-зеленая полоска) среднегодовой рост составил 18,28 %. Рынок (точнее — S&P 500) показал на этом периоде среднегодовую доходность 10,45 %. Опять отбор по принципу высоких баллов инвестиционной привлекательности показал существенно более высокую доходность, чем рынок в среднем (если под рынком понимать S&P 500).

Причем неверно думать, что на результат повлияли именно те четыре компании, которые повторились в нашем списке из хороших фирм периода 2008–2012. Нет. Если исключить акции этих компаний из состава портфелей Бориса и Дмитрия, то результат не станет хуже:

Таблица 4.17.

Рост стоимости портфелей Бориса и Дмитрия в период 2015–2018 гг. (исключены 4 компании)

Тикер	Итоговая оценка	Цена января 2015	Цена сентября 2018	Рост в (раз)	Среднегодовой рост	Борис	Дмитрий
AAPL	16	112,03	226,87	2,03	21,33%	23,88%	20,77%
GGG	15	23,75	46,83	1,97	20,44%		
ICLR	14	50,40	146,46	2,6	29,88%		
INTU	12	86,82	220,32	2,54	29,06%		
GOOGL	11	537,55	1199,10	2,23	24,58%		
FB	11	75,91	167,18	2,2	24,15%		
ORCL	10	41,89	47,81	1,14	3,69%		
LEP	9	3,36	5,25	1,56	13,01%		
VOO		184,80	265,60	1,44	10,45%		

Выводы:

1. Пока в наших экспериментах получается, что отбор акций методом экспресс-анализа дает возможность на временных интервалах 3 года и более получать доходность по портфелю существенно более высокую, чем среднерыночная доходность, если ее измерять ростом индекса S&P 500.
2. Важный вывод состоит также в том, что надо отнестись с большой осторожностью к выводу № 1. У нас нет статистически значимых результатов, которые бы позволили с высокой степенью достоверности настаивать на том, что так будет происходить и в других случаях: на другом наборе акций компаний с высокими баллами или на других временных интервалах. Поэтому, если кто-то захочет воспользоваться таким приемом отбора акций, то я бы посоветовал делать это очень осторожно, сначала на малой части объема вашего инвестиционного портфеля.
3. Последний вывод: я не привел данных, как вели себя портфели Бориса и Дмитрия через год и через два года после их формирования. Впрочем, каждый может сам это проверить: состав портфелей приведен, динамика цены акций общедоступна. Так вот, тот эффект, который мы заметили (что портфели, составленные из хороших по показателю экспресс-анализа акций, опережают рынок), по-настоящему начинает проявляться только начиная с третьего года. До этого времени победы отобранных портфелей не столь убедительны, а портфель Бориса не всегда опережает портфель Дмитрия. То же самое можно сказать и по поводу отобранных методом экспресс-анализа акций в сравнении с индексом S&P 500. В первый и даже во второй год превышение портфелей из отобранных акций над S&P 500 не так ярко проявляется. Это возвращает нас к высказанной ранее мысли, что на сравнительно коротких интервалах рынком владеют эмоции, а на длинных интервалах начинают про-

являться экономические закономерности. Поэтому, еще раз, терпение — главное свойство успешного инвестора.

4. Заметим, что выбор портфеля на основании результатов экспресс-анализа — это тоже НЦБ, наборы ценных бумаг, как и индексы. И производится этот выбор совершенно таким же образом, как и в случае, например, выбора акций для индекса S&P 500. В обоих случаях есть заранее описанная система критериев отбора, на основании которой принимается решение, относится ли данная компания к списку подходящих по данным критериям компаниям или нет. Разница состоит лишь в том, что при экспресс-анализе система критериев основана исключительно на инвестиционной привлекательности компании, а в случае S&P500 — нет. Там ставится другая задача — соответствовать в среднем рынку крупных компаний США.



Финиш № 1

Итак, может быть, мы нашли способ достигать успеха в инвестициях и получать большую доходность, чем индекс рынка? Возможно. Но не точно. Слишком мало проведено исследований.

Шаг 38. ПРОВЕРЯЕМ ВЫБОР ДОРСИ

Я уже упоминал книгу Пэта Дорси «Маленькая книжка, которая принесет вам состояние». Эта книжка натолкнула меня на мысль, как еще можно проверить, работает ли подход, основанный на выборе компаний с долгосрочным конкурентным преимуществом.

Книжка издана в 2008 году. И в ней Дорси называет в процессе изложения материала различные компании, которые обладают конкурентным преимуществом. Возникла такая простая мысль: с момента издания книги прошло 10 лет. Можно выписать все фирмы, которые Пэт упомянул в качестве обладающих конкурентным преимуществом, а затем посмотреть, что произошло с ценами их акций за те 10 лет, которые прошли с момента издания книжки до настоящего времени.

Я выписал все фирмы, которые упомянул Дорси. Получилось 42 компании. Три из них — Nalco, Precision Castparts и Corporate Executive Board — являются частными фирмами, их акции не торгуются на бирже. Остальные 39 компаний можно проверить.

Вот что получилось (таблица 4.18).

Если бы какой-то инвестор прочел книжку (или сам Пэт Дорси) и вложил равные объемы средств в каждую из упомянутых в книжке компаний в 2008 году, то сегодня, через 10,5 лет, он бы заработал на росте цены акций своего портфеля 161 % прибыли от объема вложенных средств (объем его средств увеличился в 2,61 раза), что соответствует 10,08 % среднегодового роста (без учета дивидендов). А индекс S&P 500 за это же время вырос

на 100 % (также без учета дивидендов), что соответствует 7,32 % среднегодового роста. То есть, доходность компаний с долгосрочным конкурентным преимуществом оказалась за эти 10,5 лет существенно выше, чем рос «рынок».

Таблица 4.18.

**Проверка фирм, обладающих конкурентным преимуществом
(по мнению Дорси)**

Тикер	Цена		Рост среднегод.	Тикер	Цена		Рост среднегод.
	01.01.08	01.06.18			01.01.08	01.06.18	
SYN	30,57	65,7	7,56 %	TIM	39,79	132,43	12,13 %
KO	30,43	43,4	3,44 %	MMM	75,69	204,57	9,93 %
PEP	70	101	3,55 %	MCO	34,76	177,26	16,78 %
DEO	80,77	144,1	5,67 %	FICV	10,99	74,82	20,04 %
DISK	7	28,96	14,48 %	ADSK	12,84	74,87	18,28 %
MRK	37,95	70,42	6,06 %	ADBE	34,93	246	20,43 %
EXPD	47,29	73,9	4,34 %	WAT	57,3	202,24	12,76 %
CHRW	55,54	97,19	5,47 %	AXP	42	101	8,72 %
CPG.L	349,18	1625	15,77 %	V	15	134	23,19 %
CL	38,96	68,26	5,49 %	MA	20,7	200	24,11 %
ORCL	20,55	49,03	8,63 %	MSFT	32,6	100,89	11,36 %
JNJ	64,87	140,54	7,64 %	EBAY	11,32	40,64	12,95 %
MCD	55,77	157,77	10,41 %	WU	22,57	20,77	-0,79 %
LLY	50	106,88	7,50 %	CPM	42,44	67,8	4,56 %
INTU	30,69	228,18	21,05 %	UPS	72,97	115,95	4,51 %
STT	82,18	85,62	0,39 %	DRI	26,32	91,85	12,64 %
AXP	44	109,64	9,08 %	SRCL	59,28	64,09	0,75 %
PG	70,07	84	1,74 %				
MKC	35	131,24	13,41 %			Среднее	10,08 %
SEE	26,15	42,15	4,65 %				
GGG	11,57	47,61	14,42 %	S&P 500	1322,7	2770,12	7,29 %

Шаг 39. НЮАНСЫ

А теперь пришло время согласиться с теми, кто считает наш экспресс-анализ довольно упрощенным.

Что же в нем не так?

Особенные цифры. Первое, что «не ловит» такой подход — это особенности и аномалии в финансовых таблицах. Иногда более подробное рассмотрение таблицы Счета прибылей/убытков и таблицы Балансового отчета позволяет увидеть какие-то особенности, которые требуют более серьезного рассмотрения. Такие особенности есть и в случае анализа компании Comcast.

Если мы рассмотрим строку Net Income available to common, то нетрудно заметить, что чистая прибыль все время росла, хоть и по-разному: иногда прирост происходил на 2 миллиарда за год, а иногда «всего» на несколько сотен миллионов. Но есть два особенных года. В 2010 году прибыль не выросла вообще, даже чуть уменьшилась (на незначительные 3 миллиона долларов). Это вполне объяснимо последствиями кризиса 2008–2009 годов. У большинства компаний в эти годы вообще были убытки. Так что Comcast можно даже похвалить, как он лихо миновал кризис. А другой особенный год — это 2017, когда чистая прибыль с 8,7 миллиардов в 2016 выросла вдруг до 22,7 миллиардов в 2017. В 2,6 раза за один год! Это никак не может быть результатом просто хорошей текущей деятельности. Так взрывно показатели реальной деятельности не растут. Это какая-то особенность, которая возникла случайно, разово, и не повторится в дальнейшем. Действительно, если посмотреть не годовые, а поквартальные данные, то мы увидим, что в 4 квартале 2017 года чистая прибыль составила вдруг 15 миллиардов вместо 2,65 миллиарда

кварталом ранее. Но уже в первом и втором квартале 2018 года прибыль составила 3,1 и 3,2 миллиарда соответственно. То есть прибыль вернулась к «нормальным» значениям, которые продолжают постепенно и неуклонно расти. Но совсем не столь ошеломительными темпами.

Что же произошло в 4 квартале 2017 года, в результате чего прибыль внезапно выросла на 15 миллиардов долларов? Для понимания этого стоит посмотреть внимательно, в каких именно строках таблицы в 2017 году произошли существенные изменения. Нетрудно увидеть, что есть только одна строка, которая объясняет возникшую аномалию. Это Provision for income tax — обеспечение платежа по налогу на прибыль. Дело в том, что в положенные сроки любая компания должна уплатить налоги. А поскольку сумма платежа обычно значительная, фирмы загодя откладывают деньги на будущий платеж. Надо сказать также, что поскольку эти накопления разрешено относить на затраты (это ведь отложенная уплата налога, то есть, будущие затраты для фирмы), то расчетная прибыль с учетом этого откладывания получается меньше и налог на прибыль, соответственно, тоже меньше. Поэтому компании обычно не отказывают себе в удовольствии отложить деньги на будущий платеж налогов. А иногда откладывают даже больше, чем определено законом.

Comcast откладывала деньги на обеспечение платежа по налогам постоянно. Последний раз в 2016 году сумма таких средств составляла около 5,3 миллиарда долларов. А в 2017 году мы видим вдруг вместо 5,3 миллиардов отложенной на налог суммы **отрицательную сумму** в 7,6 миллиардов «отложенных» средств. Вот мы и нашли разницу в 13 миллиардов ($5,3 + 7,6$). Что же произошло? Как получилось, что отложили отрицательные деньги? Я не знаю, но предполагаю, что налоговая служба сочла незаконным занижением налога такое постоянное уменьшение реальной прибыли с помощью завышения затрат и порекомендовала пересчитать. Вот отсюда могла возникнуть разовая, но мнимая, чисто «бумажная» прибыль (которую в реальности просто скрывали в предыдущие годы). Именно поэтому дальше все вошло в привычную колею.

Однако у нас по причине этой «аномалии» получились замечательные, но завышенные цифры при анализе доходности и инвестиционной привлекательности компании. Надо бы все пересчитать без учета аномального 2017 года. Для этого можно исключить 2017 год из рассмотрения как аномальный и проверить наши критерии только на 9 годах 2008–2016. Прodelайте это самостоятельно, пожалуйста. Заодно и поупражняйтесь. А чтобы сверить наши результаты, сообщу, что получилось у меня (таблица 4.19.).

Вывод 1. Если исключить из анализа 2017 год, когда прибыль компании была искусственно завышена, то компания Comcast получит более низкий балл «9» вместо «11», однако все еще останется достаточно хорошей в соответствии с нашей классификацией.

Вывод 2. Не смотрите чисто формально на полученный балл экспресс-анализа, попробуйте посмотреть внимательно на цифры финансовых таблиц. Может быть, вы увидите какой-то подвох или что-то непонятное. Тогда стоит эту особенность постараться проанализировать. А если неясности остались — просто исключите эту фирму из рассмотрения. На рынке много других хороших компаний.

Предыдущий пример наталкивает еще на такое размышление: формальный экспресс-анализ компании потому и назван «экспресс», что это еще не конец постижения сути бизнеса компании на основании финансовых таблиц. Скорее — это начало. Финансовые таблицы дают нам еще много возможностей для гораздо более углубленного анализа. К сожалению, формат этой книги — для людей с нулевым стартовым уровнем экономической и финансовой грамотности — не позволяет уходить в эти глубины. Кроме того, при правильном построении портфеля это не является жизненно необходимым. Но стоит иметь в виду, что тот анализ, который мы провели на предыдущих шагах, вполне можно при желании углубить. Более того, постоянное изучение деятельности «ваших» компаний, тех, которые находятся в вашем портфеле или к которым вы только присматриваетесь, очень полезно. Но отнимает много времени. Поэтому такой путь хорош для тех, кому нравится подобная работа. Таким читателям можно посоветовать также читать книги, которые позволяют вам углубить свое понимание фундаментального анализа.

Таблица 4.19.

Экспресс-анализ компании Comcast в период 2008–2016 гг.

Показатель	Годы										СРЕДНИЕ	
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017		
Revenue	34256	35756	37937	55842	62570	64657	68775	74510	80403		11.3%	рост выручки
Operating income	6732	7214	7980	19721	12179	13563	14904	15998	16859			
Net income	2547	3638	3635	4160	6203	6816	8380	8163	8695			
Earning per Share (basic)	0.43	0.64	0.65	0.76	1.16	1.30	1.62	1.64	1.80		19.6%	рост приб. на акцию
Total assets	113017	112733	118534	157818	164971	158813	159339	166574	180500			
Total Liabilities	72567	70012	74180	110544	115615	108119	106628	114305	126557			
Dividend yield	1.11%	1.57%	1.72%	1.90%	1.74%	1.50%	1.50%	1.73%	1.59%		1.60%	ср. проц. отдачи в виде див.
Buyback yield	7.91%	2.19%	2.56%	3.87%	3.48%	1.97%	2.19%	5.62%	2.86%		3.63%	ср. проц Buyback
Shareholders' Equity	40450	42721	44354	47274	49356	50694	52711	52269	53943		3.7%	ср. рост собств. средств
Операционная маржа	19.7%	20.2%	21.0%	35.3%	19.5%	21.0%	21.7%	21.5%	21.0%		22.30%	ср. операц. маржа
Маржа чистой прибыли	7.4%	10.2%	9.6%	7.4%	9.9%	10.5%	12.2%	11.0%	10.8%		9.89%	ср. маржа чист. приб.
Уровень долга	64.2%	62.1%	62.6%	70.0%	70.1%	68.1%	66.9%	68.6%	70.1%		66.97%	ср. уровень долга
ROE	6.3%	8.5%	8.2%	8.8%	12.6%	13.4%	15.9%	15.6%	16.1%		11.72%	ср. RPE
ROA	2.3%	3.2%	3.1%	2.6%	3.8%	4.3%	5.3%	4.9%	4.8%		3.80%	ср. ROA
ИТОГИ												
ПОКАЗАТЕЛЬ	ЗНАЧЕНИЕ	Оценка	Коэффиц.	Итого	ГРАНИЧНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ							
Среднегодовой рост выручки	11.3%	1	1	1	3%	6%						
Использов. прибыли (13+14+16)	8.9%	0	2	0	7%	11%						
Операционная маржа	22.3%	1	2	2	6%	14%						
Динамика операционной маржи	стаб	1	2	2	незначит сн стаб/рост							
Маржа чистой прибыли	9.9%	1	2	2	6%	10%						
Динамика маржи чистой приб.	стаб	1	1	1	незначит сн стаб/рост							
Дин. чистой прибыли на акцию (год)	19.6%	1	2	2	4%	10%						
Уровень долга	67.0%	0	1	0	70%	50%						
ROE	11.7%	0	2	0	10%	16%						
ROA	3.8%	-1	1	-1	6%	8%						
Общий итог				9								

Проводите внутрисекторный анализ компаний. Тем, кто овладел изложенной выше методикой, стоит начать изучение компаний по экономическим секторам. Например, проанализируйте банковский сектор. Установите для него граничные значения показателей, которые характерны для банковского сектора. Придется также некоторые показатели исключить или изменить. Поскольку банковская деятельность — особый вид деятельности, и у банков немного свои показатели. Если такая методика для банковского сектора будет вами построена, вы сможете сравнивать разные банки и выбирать лучшие для инвестирования банки. Также можно отдельно адаптировать наш механизм для компаний розничной торговли. И так далее. Это большая работа. И она под силу только тому, кто уже преуспел в нашем простом алгоритме.

Читайте годовые отчеты компаний. Для тех, у кого хорошо с английским, очень полезно формальный числовой анализ дополнять содержательным анализом прошлых достижений и планов компании на будущее, которые обычно излагаются в годовом отчете фирмы. Также хорошо бы читать аналитические отчеты специалистов, которые публикуются, в частности, на том же портале Morningstar.

Не влюбляйтесь в компанию. Иногда бывает, что в процессе изучения экономики компании инвестор впадает в состояние влюбленности: «Как быстро растет выручка! Как динамично наращивается прибыль! Как прирастает капитал! Да еще и дивиденды платят очень высокие! И вообще не видно, кто может конкурировать с этой фирмой, она одна в своей нише!» Совет: никогда не покупайте акцию в таком состоянии влюбленности в компанию. Подождите. Принимайте решение на трезвую голову. Очень помогает протрезветь специальное задание самому себе: найди все недостатки компании. Нет недостатков? Плохо ищете. Всегда есть. Вот когда вы увидите все достоинства и недостатки, тогда и принимайте спокойное и взвешенное решение.

Не выбирайте компании с непонятным вам бизнесом или с бизнесом, который вам не нравится. Я, например, не люблю

авиаперевозчиков. Я не верю, что этот вид бизнеса может стабильно и долго развиваться. Потому что человек при выборе авиабилета смотрит в основном только на цену. Но это мое мнение совершенно не касается аэропортов. Аэропорты могут быть, на мой взгляд, просто прекрасным бизнесом. Потому что аэропорт привязан к месту жительства человека или к месту, куда он добирается. Географическая привязка делает этот бизнес уникальным. Однако все эти рассуждения — только мое субъективное мнение. У вас, возможно, тоже есть свои «нелюбимцы». Совет: не надо себя пересиливать и покупать акции хорошей (по результатам формального анализа) компании, если вам принципиально не нравится данная отрасль бизнеса. Просто исключите эту компанию.

Бывает, что бизнес компании вам совершенно непонятен. Например, вы можете не понимать сути бизнеса кредитных бюро в США, к которым относится Equifax (EFX). В этом случае вам не стоит покупать ее акции. Просто потому, что, когда наступят трудные времена, когда рынок покатится вниз (а такие времена обязательно наступят), вам будет трудно удержаться от продажи акций этой непонятной для вас компании. А ведь именно в это время, по этой сниженной цене акции продавать может быть и не стоит. Удержаться от этого опрометчивого шага вам поможет изучение текущего состояния бизнеса фирмы. Если фирма хороша, то вы видите, что ее бизнес остается стабильным и продолжает активно развиваться, хотя цена акций и снизилась существенно. Тогда вы можете прийти к противоположному выводу, что сейчас как раз прекрасное время для дополнительной покупки акций компании, а вовсе не для продажи. Но так вы сможете рассуждать, только если вы понимаете бизнес компании. Если же вы не понимаете ее бизнеса, то в трудные времена вам очень непросто отказаться от легкой, но убыточной для вас мысли — продать эти акции. А раз так, то, может быть, не стоило эти акции покупать вовсе.

Шаг 40. НЕ ЗАВЫШЕНА ЛИ ЦЕНА АКЦИЙ?

Выбрать хорошую компанию для инвестирования — это еще не все.

У кого-то может сложиться впечатление, что если мы выбрали акцию хорошей компании, то ее можно купить по любой цене. Действительно, если мы нацелились на дальнюю перспективу, если собираемся держать акции долго, и если акции «баффетовской» фирмы обязательно будут расти в цене в долговременной перспективе, то, может быть, не так уж важно, по какой цене мы ее покупаем? Все равно со временем цена вырастет.

Это совершенно не так! Цена покупки очень важна! Рассмотрим пример. Возьмем уже известную нам фирму «Джонсон и Джонсон» (тикер JNJ). Это компания с долгосрочным конкурентным преимуществом. Так ее оценивает Morningstar. И с этим сложно не согласиться: компания обладает целым набором уникальных брендов, которые пользуются доверием во всем мире. Вот график цены ее акции (график 4.1.)

На графике видно, что 11 августа 2008 года цена акции была \$71,33. Поэтому, купив эту акцию 11 августа 2008 года и продержав ее у себя в портфеле до сегодняшнего дня, 21 сентября 2018 года, когда акция стоит уже \$142,11, мы получим **рост на 99,2 %**. То есть, те деньги, которые мы вложили в покупку этих акций, выросли за 10 лет и один месяц на 99,2 %. По формуле сложных процентов среднегодовой прирост у нас составил **7,07 %**.

А если бы мы купили JNJ 2 марта 2009 года, когда акция стоила \$47,97, то, продержав ее в своем портфеле также до 21 сентября



График 4.1. График цены акции Johnson and Johnson

2018 года, мы получим **рост наших вложений на 196 %** за 9,5 лет. Это по формуле сложных процентов дает нам **12,1 %** среднегодового роста. Существенно больше, чем в первом случае!

Поэтому: **цена покупки очень важна.**

Она важна еще и потому, что не существует такой, пусть самой замечательной компании, которую стоит купить по любой цене. От покупки следует отказаться, если цена неразумна, чересчур велика.

Так что же такое «разумная цена»? Как ее определить?

Сначала давайте определим печку, от которой мы будем плясать.

У инвестора есть основная альтернатива приобретению акций в виде возможности приобретения облигаций. Известна, например, такая закономерность: когда рынок акций падает, деньги с этого рынка перемещаются в облигации (суммарный объем вложений в акции уменьшается, а суммарный объем вложений в облигации увеличивается). И наоборот, когда рынок акций растет, деньги перемещаются с рынка облигаций на рынок акций. Это происходит именно потому, что инвесторы все время выбирают, что выгодней: купить сейчас облигации или акции.

Поэтому за точку отсчета имеет смысл выбрать доходность облигаций. Если у меня есть сегодня 1000 долларов для инвестиций, то я первым делом решаю для себя, буду ли я покупать облигации, которые дадут мне стабильный купонный доход, или стоит лучше купить акции фирмы XYZ, которая дает мне, как одному из собственников компании, определенную прибыль в расчете на каждую акцию.

Важное замечание. Кто-то опять спросит, зачем же мне прибыль компании, что получу лично я от этого? Вопрос резонный. Хотя мы это уже обсуждали ранее, но если вопрос возникает, то я советую прочесть еще раз Шаг 20.

Итак, альтернативой покупке акций является покупка облигаций. И **прибыль, которую получает компания в расчете на одну акцию**, имеет смысл сравнивать с **доходностью к погашению от владения облигацией** (YTM — Yield to Maturity).

Но с какой облигацией сравнивать? Облигаций много, доходность у них разная.

Имеет смысл сравнивать с облигациями со сроками гашения 5 и более лет (ведь и акции мы собираемся держать долго) и с уровнем надежности не ниже «А», то есть весьма надежные облигации (ведь и акции мы стараемся выбрать только надежных компаний). И из таких облигаций, понятное дело, лучше выбрать те, у которых доходность повыше. (Тех читателей, кто забыл некоторые термины, прошу прочесть еще раз Шаг 18.)

Величина доходности к погашению (YTM) таких хороших облигаций (равно как и всех других) постоянно изменяется, поскольку изменяется их цена на рынке. Например, в настоящее время (сентябрь 2018) вы вряд ли найдете хорошие облигации с доходностью выше 2,5 % годовых. Поэтому сегодня надо ориентироваться именно на эти цифры при определении разумной доходности акций.

Далее, все же акции — это, в смысле определенности получения дохода, совсем не облигации. В облигациях строго определен купонный доход. И если предприятие не обанкротилось (чтобы этого не произошло, мы и выбираем надежные облигации класса

«А» и выше), то купон регулярно и исправно платится. В случае с ростом цены акций дело обстоит далеко не так определено. Мы не можем столь однозначно утверждать, как будет расти цена той или иной акции. Чтобы застраховаться от этой неопределенности, Грэм, а за ним и Баффет, ввели понятие «маржа безопасности». Смысл этого понятия в том, что раз акция по сравнению с облигацией дает больший уровень неопределенности, то доходность по акциям должна быть выше, чем доходность по облигациям. Насколько выше? Это довольно субъективно. Когда риск больше, то и доход должен быть выше. Таково общее правило. А насколько выше — это вопрос отношения к риску каждого конкретного человека. Как говорят, вопрос в толерантности того или иного человека к риску. Я могу сказать только про себя. Мое представление о риске таково, что в данный момент, когда доходность хороших облигаций составляет примерно 2,5 %, мне комфортно, если доходность акций хороших компаний (чистая прибыль на акцию, деленная на цену этой акции) будет 5 % или выше.

Но что значит «доходность акций»? С облигациями понятно: по ним платится определенный доход ежегодно, и в конце срока облигация гасится по определенной цене. С акциями не так. По ним может выплачиваться или не выплачиваться дивиденд, и у нее может расти или не расти цена. Как сравнивать?

Те читатели, которые внимательно прочитали все предыдущее, уже догадались (а кто не верит — пожалуйста, прочтите еще раз Шаг 20), ваш доход на одну вашу акцию — это то, **сколько прибыли в год заработала ваша компания в расчете на одну акцию**.

Вот эта годовая прибыль и должна быть не менее 5 % от цены, по которой мы акцию собираемся купить. Замечу, что такая цифра актуальна только сейчас. Если через год доходность по облигациям изменится, то надо будет пересмотреть и проценты доходности по акциям. Кроме того, эта цифра актуальна только для меня при моем уровне толерантности к риску. Если вам, чтобы компенсировать риск акций по отношению к облигациям, надо, чтобы доходность акций превышала доходность

облигаций не на 2,5 %, а, скажем, на 4 %, то необходимо, чтобы доходность акции была не менее 6,5 %. Этот показатель — процент, который годовая прибыль компании в расчете на одну акцию (Earnings per Share — EPS) составляет от цены акции, — называется Earning Yield (EY).

Часто вместо процента доходности — EY — по акциям указывают другой параметр P/E. Где P (price) — это цена акции в данный момент, а E (earning) — годовая прибыль компании в расчете на одну акцию. То есть, делят не годовую прибыль на цену акции, а наоборот, цену акции на годовую прибыль.

Содержательный смысл этого P/E состоит в том, во сколько раз цена акции больше, чем на эту акцию компания зарабатывает прибыли в год. Другими словами, за сколько лет компания заработает как раз столько прибыли на акцию, сколько эта акция сегодня стоит. Или, еще другими словами, за сколько лет компания «окупит» в виде прибыли ту цену акции, которую сегодня надо за нее заплатить. Например, если компания зарабатывает в год на каждую акцию 5 % прибыли от сегодняшней цены акции, то P/E равно 20. За 20 лет по 5 % ежегодно как раз соберется такая прибыль (100 %), которая равна сегодняшней цене акции, то есть окупаемость ваших инвестиций прибылью фирмы составляет 20 лет.

Еще раз повторим наши рассуждения на конкретном примере. Пусть некая акция стоит сегодня 30 долларов. Пусть прибыль на 1 акцию за прошедший год составила 2,5 доллара. Значит, процент доходности для этой акции составляет $EY = 2,5/30 \times 100 \% = 8,33 \%$. То есть, если это еще и хорошая, «баффетовская» компания, то я бы по такой цене акцию купил (помните, меня сегодня устроило бы даже 5 % доходности, а здесь получилось выше). А P/E для этой акции составляет $30/2,5 = 12$. За 12 лет цена акции окупится полученной прибылью. Действительно, 12 лет по \$2,5 в год дадут как раз \$30, столько и стоит сегодня акция. Таким образом, все равно сказать, что доходность акции по прибыли составляет 8,33 %, или сказать, что окупаемость прибылью сегодняшней цены акции составляет 12 лет. Если 100 % разделить на 12 лет, то получим как раз $100 \%/12 = 8,33 \%$ в год.

На первый взгляд кажется, что мы нашли показатель, который нам указывает, по какой цене следует, а по какой не следует покупать акции. Вообще-то показателей два, но это просто два способа измерить одно и то же.

Однако тут есть еще некоторые дополнительные соображения. Основная проблема состоит вот в чем: за какой год брать прибыль? Прибыль ведь постоянно меняется. Вообще-то, если мы купим акцию сегодня, то нас интересует прибыль, которую фирма будет давать, начиная с сегодняшнего дня и за все время, в течение которого мы будем держать эту акцию в своем портфеле. А будущая прибыль нам неизвестна.

Вот по этой причине разумный инвестор изучает, что происходило с прибылью компании за последнее достаточно долгое время, желательно — лет за 10. Он исходит из того, что если прибыль была довольно стабильной в течение длительного периода в прошлом, то есть определенные основания полагать, что она будет оставаться такой же и в будущем.

Еще раз отмечу: все изложенные выше соображения относительно того, за сколько лет прибыль окупит цену акции, имеют смысл только в том случае, если прибыль из года в год неизменна. Реально же прибыль постоянно меняется. Причем хорошая новость состоит в том, что у хороших компаний она более или менее постоянно растет!

Посмотрите, например, как менялась прибыль в расчете на акцию фирмы Comcast, которую мы с вами недавно анализировали. В 2008 году прибыль на акцию (EPS) составляла \$0,43, а в 2016 прибыль на акцию составляла уже \$1,80 (мы не рассматриваем 2017 год, когда прибыль на акцию была существенно выше, но это было следствием аномалии, которую мы обсуждали на предыдущем шаге). То есть, за 8 лет прибыль на акцию увеличилась более чем в 4 раза. Если у нас есть определенная уверенность, что прибыль и дальше будет расти (например, для Comcast я бы оценил вероятность роста прибыли на акцию как достаточно высокую), то можно купить акции подобной компании, даже если коэффициент P/E выше значения 20.

Ведь если вы купите акции компании, скажем, сегодня, когда коэффициент P/E , допустим, равен 20, то цена акции (P) для вас зафиксирована вашей покупкой по этой цене, а вот прибыль на акцию (E) будет постоянно год от года расти. Поэтому коэффициент P/E будет уменьшаться год от года, пока вы владеете этой акцией. И окупаемость для вас наступит не через 20 лет, как было бы при неизменном значении прибыли на акцию, а раньше. Например, для инвестора, купившего акции Comcast в 2008, окупаемость (то есть, период, за который суммарная прибыль на акцию за ряд лет равна цене этой акции в момент покупки) наступила через 7 лет, по окончании 2015 года. Именно за это время фирма создала суммарную прибыль на акцию как раз равную ее цене в 2008 году.

Вот почему можно покупать акцию и с более высоким коэффициентом P/E , если у вас есть определенная уверенность, что прибыль на акцию будет в дальнейшем расти. Вот почему среди критериев хорошей компании в нашем экспресс-анализе имеется такой важный показатель, как рост прибыли на акцию (Earnings per Share Growth).

Р. С. Обязан сказать, что есть более научно обоснованная формула определения правильной цены акций фирмы, чем тот подход, который изложен на этом шаге. Это так называемый приведенный возврат в виде дивидендов и остаточной стоимости компании в расчете на одну акцию на всем периоде ее существования. Но тут есть одна проблема, которая часто возникает с теоретическими построениями. Формула хороша, но все данные, которые надо в нее подставить для вычисления результата, принципиально неизвестны. Поскольку они относятся не просто к будущему, а к очень отдаленному будущему. Вот почему я для добросовестности упоминаю об этом подходе, но тут же его и забываю, поскольку он является практически нереализуемым.

Шаг 41. КОГДА ПОКУПАТЬ?

Итак, мы поняли, что нам нужно найти акции хороших компаний (и знаем, как их найти), а также проверить, не является ли их цена чрезмерной (и мы научились это проверять). Если цена завышена, то надо воздержаться от покупки. Плохая новость состоит в том, что на Уолл-стрит работают очень грамотные специалисты в области ценных бумаг. Они не хуже, чем мы с вами, понимают, какие компании являются хорошими, а какие — плохими. И те компании, которые нам нравятся, поскольку они являются фирмами с долгосрочным конкурентным преимуществом, им тоже очень нравятся. И это большая проблема для нас. Поскольку все эти брокеры и трейдеры уже давно покупают акции этих фирм. Большой спрос на акции, как это всегда бывает, уже загнал цены многих из них на невиданную высоту. И цена по критерию P/E очень часто уже не является разумной.

Как быть?

Наше счастье, как частных инвесторов, состоит в том, что биржевой народ — это очень специфическая категория людей.

1. **Биржевой народ очень нервный.** Малейшие плохие новости, пусть заведомо временные или вообще не относящиеся к нашей фирме, мгновенно портят настроение инвесторам и инвестиционным специалистам, и многие из них стремятся сразу продать сомнительные акции, чтоб не потерять прибыль. Снижение же цены акций в результате таких массовых продаж, да еще на фоне плохих новостей, начинает беспокоить уже менее нервных инвесторов. Они иногда начинают думать, что незначительные плохие новости только кажутся незначительными, вот

ведь видно, что цена акций реально падает. Не пора ли продать? Кто-то из них тоже начинает продавать. Цена снижается еще существенней. И тогда уже даже разумные инвесторы начинают волноваться: «Повод кажется малозначительным, но вот ведь я уже потерял на этих акциях четверть своих вложений. Может быть, надо остановиться, продать, чтоб не терять еще больше». Описанный психологический механизм раскручивает падение цен. Стоимость акции может опуститься гораздо ниже ее разумной цены просто потому, что в это время люди боятся покупать.

2. Биржевой народ имеет очень краткосрочный период рассматривания. Они, как правило, не смотрят в далекое будущее. Их очень интересует, покажет ли акция рост в текущем квартале, но хорош ли бизнес этой фирмы в долговременной перспективе и будет ли цена акций расти в десятки раз в ближайшие 10 лет, их интересует в гораздо меньшей степени.

Причина этого странного поведения состоит в том, что менеджерам, управляющим фондами и индивидуальными портфелями инвесторов, необходимо показывать хорошие результаты ежегодно, а лучше — ежеквартально. Они не могут себе позволить ждать несколько лет, пока акция «выстрелит». За эти несколько лет клиенты просто разбегутся, фонд «схлопнется», и им уже будет нечем управлять.

Эти два отрицательных качества биржевого сообщества можно использовать в свою пользу. Баффет отмечает три типа случаев в биржевой практике, когда цена акций хорошей фирмы с долгосрочным конкурентным преимуществом может оказаться не просто разумной, но весьма низкой, существенно ниже реальной стоимости.

Кризис. В кризис наблюдается резкое падение цен на все акции — как тех компаний, из-за которых кризис произошел, так и тех, которые не имеют к этому никакого отношения. Пример: акции компании кредитных карточек American Express (APX) упали с **47–51** доллара в 2000 до **32** долларов в сентябре 2001 во время краха интернет-компаний, к которым эта фирма не имела отношения, и упали с **40** долларов в июне 2008 до **12** (!!!) долларов в декабре того же года. В последнем случае Аме-

рика переживала кризис ипотечного кредитования, к которому карточная система APX тоже непосредственного отношения не имела.

Зато как выгодно было купить акции этой компании в моменты кризисов! Сегодня (21.09.2018) ее акции стоят 111 долларов. Цена выросла больше чем в 9 раз за последние 10 лет. Это более 24 % годового роста в среднем!

Вот это и делает Баффет. Он всегда имеет большой запас наличных. И когда появляется шанс купить по низкой цене хорошую фирму, покупает сразу много. Потому что знает, что такие случаи редки, и надо ими пользоваться.

Падение отрасли, в которой находится хорошая фирма. Рассмотрим тот же пример кризиса ипотечного кредитования в 2008–2009 годах. Акции банков упали. Всех банков. И тех, кто плутовал с ипотечными дефолтными свопами, и тех, кто вел осторожную политику ипотечного кредитования.

Решаемые проблемы в самой компании. Классическим примером является история покупки Баффетом акций все той же American Express. В 1963 году случился скандал с растительным маслом. AmEx выдала кредит под залог большого количества растительного масла. Кредит не вернули. А при попытке продать масло для покрытия кредита оказалось, что заемщик смошенничал: вместо масла в бочках оказалась вода. Цена акций APX упала с 80 до 30 долларов. Баффет понимал, что эта потеря для компании восстановима, поскольку ее главный бизнес — это бизнес кредитных карточек, который приносил ей постоянную и большую прибыль. Он купил ее акции на максимальную сумму, которой располагал. Через 4 года акции выросли в 2,5 раза.

На основании этих историй можно сделать несколько выводов:

— Хорошо иметь список фирм, которые вас устраивают во всем, кроме цены. Это, как вы заранее выяснили, хорошие фирмы с долгосрочным конкурентным преимуществом, но вы их не покупаете, поскольку цена высока. Ждите. Может быть, одна из вышеперечисленных причин заставит цену какой-то акции

существенно снизиться. И тогда их акции можно будет купить по хорошей цене. Такой список называется Watch List.

— Особые условия не часто, но время от времени появляются на рынке, поскольку биржевое сообщество очень пугливое и нетерпеливое. Иногда этих особых условий приходится ждать годами. Поэтому надо иметь терпение.

— Вам будет трудно психологически покупать акции, когда цена на них падает. Помочь тут может только знание реального финансового состояния и сути бизнеса компании. Только на основании такого знания можно быть уверенным, что цена акций вырастет.

Шаг 42. КОГДА ПРОДАВАТЬ?

ОК! Вы купили акции хороших компаний по разумной, а иногда — по очень хорошей цене. Вы сформировали свой портфель акций. Вы, как человек, исповедующий баффетовские принципы инвестирования, собираетесь держать свои акции долго, годами. Все? Можно лечь спать?

Не совсем. Конечно, не надо дергаться, не надо впадать в панику, когда цены на ваши акции пошли вниз, и они стали стоить дешевле, чем вы их купили. Лучше в течение года вообще не смотреть, сколько они стоят. И не надо сравнивать сегодняшнюю цену ваших акций с той, по которой вы их купили. Знаете, почему? Потому что тех денег, которые вы уплатили за акции, у вас уже нет. И думать о них бессмысленно. В тот момент, когда вы совершили покупку, ваш мир изменился. У вас уже нет этих, скажем, 750 долларов, на которые вы купили акции. Забудьте об этих деньгах. Их нет. У вас теперь есть акции. И только они. Вы один из собственников фирмы, акциями которой вы владеете. О вашем достоянии — о своей фирме — думать разумно. О деньгах, которые вы когда-то потратили, думать бессмысленно. Их просто уже нет. Я долблю это рассуждение так настойчиво, поскольку знаю, как трудно с ним смириться при всей его логичности.

Но и о своих фирмах думать в ежедневном режиме не надо. В ежедневном режиме ничего не происходит. Но раз в полгода или раз в год — в зависимости от вашего темперамента — надо провести ревизию ваших фирм. Посмотреть, что нового, как растет прибыль, нет ли каких-то особо хороших или особо плохих новостей. И проанализировать все это.

Как анализировать? Да точно так же, по тем же самым параметрам и шагам, по которым вы анализировали фирму перед покупкой ее акций. И если вы в результате анализа фирмы, акции которой находятся в вашем портфеле, поняли, что и сегодня вы с радостью купили бы эти акции, значит все в порядке, значит можно оставить фирму в покое еще на полугодие или на год.

Но иногда оказывается, что не все в порядке. И пора рассматривать вопрос о возможной продаже акций. Потому что, да, конечно, мы купили акции потенциально на годы, но мы не брали на себя обязательство не замечать, как идут дела у фирмы. И мы не настолько самовлюбленны, чтобы полагать себя прозревающими будущее на годы вперед. Фирма была хорошей, но может постепенно и измениться. Вечных фирм ведь нет, как нет ничего вечного под луной. Единственное предостережение — не спешите. Дела фирмы не могут измениться резко. Это процесс, который занимает годы, иногда — десятилетия.

Другое предостережение: никогда не следует в качестве основания для беспокойства рассматривать падение цены ваших акций. На цену лучше вообще не смотреть, смотрите на дела фирмы. Если дела в порядке, а цена снизилась, то это может быть как раз поводом докупить акции, а не продавать их.

Я понимаю, что это посоветовать легче, чем сделать. Психологически очень трудно купить еще акции фирмы, которые уже упали в цене, вы уже потеряли свои деньги (опять говорю, это ошибка, забудьте о тех деньгах, их уже нет). И опять купить? Страшно!

Приведу один пример из своей жизни. Так понятней и проще.

Я купил акции фирмы Skyworks Solutions (**SWKS**) 10 сентября 2015 года по 87,00 долларов. Купил «неправильно». В это время цена акций находилась на довольно высоком уровне. Но фирма уж очень мне понравилась.

Она выпускает чипы, которые занимаются приемом радиосигнала (беспроводной связи) для различных устройств: реализует протоколы Wi-Fi, Bluetooth, сотовой связи, и преобразуют сигнал в цифровой формат для ввода в устройства, в любые цифровые гаджеты. Фирма — лидер в своей области. А область эта мне

представляется очень быстро расширяющейся. Сегодня куда ни плюнь — всюду беспроводная связь.

Большую долю заказов Skyworks составлял контракт с Apple, что нравилось всем на Уолл-стрит. Акции фирмы росли. И тут произошло событие. Такие события всегда происходят в бизнесе. Apple существенно сократила объем заказа для Skyworks в связи с меньшим, чем был прогноз, спросом на новые модели iPhone и AppleWatch. И рынок отреагировал падением цен на акции SWKS. Эта реакция была продиктована разумными рассуждениями, что продажи и прибыли фирмы снизятся. Напрасно CEO фирмы Mr. Liam K. Griffin кричал со страниц газет, что фирма выпускает чипы не только для Apple, что продукция фирмы присутствует во всех автомобилях, холодильниках, игровых приставках и самолетах, что весь интернет вещей наполнен чипами этой компании. Он не был услышан. И действительно, прогнозы аналитиков оправдались, продажи и прибыли компании SWKS в расчете на одну акцию в первом и втором кварталах 2016 года существенно снизились. И цены акций компании пошли вниз. До 55 долларов в пределах спускалась цена акций. А я купил их ранее по \$87.

Я, как видите, серьезно потерял на этих акциях. Я потерял 37 % вложенных денег. Еще раз, это не важно для принятия решения, поскольку сумма, которую я вложил, имеет уже только исторический интерес, этих денег давно нет. Думать о них бесполезно. Есть акции, о них и надо рассуждать. Я не увидел принципиальных изменений в долгосрочном конкурентном преимуществе фирмы. Потеряла ли фирма конкурентное преимущество? Нет. Поскольку она по-прежнему держит высокую цену на свою продукцию. Доналоговая прибыль по-прежнему составляла фантастические 31 % от объема продаж (с каждого доллара продаж фирма до налогов зарабатывала своим акционерам 31 цент), что говорит о несомненном конкурентном преимуществе. Баланс фирмы просто благоухал. Цена акций упала так, что P/E стало составлять только 10. Это значит, что отдача в виде прибыли на ваши вложения в каждую акцию составляла в тот момент аж 10 % годовых! И это в то время, когда облигации надежных эмитентов дают вам

не более 2,5 % годовых. Отличное время для покупки акций такой прекрасной фирмы! И я купил еще акции SWKS 13 января 2016 по \$65,51. Поторопился, правда, немного. В феврале цена снижалась ниже 60. Ну ведь не угадаешь!

Сегодня, 21 сентября 2018, акции фирмы стоят \$91,94. Я существенно выиграл на второй покупке, но почти ничего не заработал на первой. Итак, не падение цены является причиной продажи акций. Ни в коем случае! Может быть, падение цены — основание для покупки еще одного пакета акций. Но если падение цены не сопровождается ухудшением фундаментальных показателей, то это точно не основание продавать.

Когда же следует продавать акции? Когда расставаться с фирмой, с которой вы уже породнились? Причин может быть три:

- дела фирмы серьезно ухудшились;
- вы совершили ошибку, купив акции этой фирмы, а потом осознали, что зря это сделали;
- цена акций стала слишком высокой.

Дела компании могут измениться к худшему

Конкуренты могут обойти нашу фирму, и наш бренд, составлявший основу конкурентного преимущества, понемногу поблекнет. Вспомним Nokia, вчерашнего лидера разработки и производства сотовых трубок. Сам бренд вызывал уважение. Сейчас уже нет. Но насколько быстро это произошло? Даже в такой стремительно развивающейся области, как сотовая связь, потребовались годы. Поэтому не спешите, у вас есть время. Вы увидите наступление плохих времен. Потеря конкурентного преимущества обязательно отразится на финансовых показателях фирмы. Начнет постепенно уменьшаться рентабельность выпускаемой продукции: доля прибыли на доллар продаж уменьшится, поскольку фирма уже не может держать высокую цену на свою продукцию, конкуренты не дают. Это обычно происходит не быстро. За несколько лет. У вас будет время заметить.

Менеджмент может начать делать глупости. Например, осваивать смежные производства или покупать другие фирмы без

достаточного основания, без уверенности, что это даст возможность зарабатывать больше на вложенный капитал. Такое более расточительное использование капитала часто наблюдается в хороших компаниях, которые «купаются в деньгах». Мы увидим это по ухудшению показателей ROE и ROA.

Может оказаться, что научно-технический прогресс сделает работу данной фирмы (и всех ее коллег по бизнесу) ненужной. Классический пример — Kodak. Он «проспал» цифровую эру в фотографии, оставаясь приверженцем пленочной технологии. А когда проснулся — было уже слишком поздно. Так умер великий бренд.

К сожалению, фирмы умирают. К сожалению, умирают даже великие фирмы и бренды. Так может случиться и с фирмой, которой вы владеете. Но хороших новостей в этом случае две:

1. Это никогда не происходит быстро, вы успеете заметить.
2. Есть конкретные показатели, которые можно проанализировать, чтобы понять, как идут дела в компании. Эти те же самые показатели, которые мы рассматривали при решении вопроса о покупке акций фирмы.

Вы совершили ошибку, купив эти акции

Первое. Не надо так переживать. Ошибки такого рода совершают все. Даже Баффет. На каждом собрании акционеров Berkshire он подробно анализирует свои ошибки. Из ошибок надо делать выводы на будущее, чтоб их не повторить. Это продуктивно. Но не надо из-за ошибок переживать. Это не продуктивно.

Второе. Надо быть уверенным, что вы действительно совершили ошибку. Пока вы в этом не уверены, пока вы просто сомневаетесь, не кидайтесь продавать, а начинайте серьезно изучать ситуацию, чтоб быть уверенным, что это была действительно, ошибка.

Как изучать? Точно так же, как мы выбирали акции. Критерии все те же:

- долгосрочное конкурентное преимущество,
- команда грамотных и честных менеджеров,
- цена.

Третье. Если вы убеждены, что была совершена ошибка, надо немедленно продать эти акции. Некоторых останавливает, что при продаже вы фиксируете убытки. «Может быть, подождать немного, чтобы цена поднялась хотя бы до той, по которой я покупал?» — типичное и неверное рассуждение. А вы уверены, что цена когда-нибудь дойдет до той?.. Цена может падать вечно. На бирже полно акций, которые стоят меньше 1 % от цены, которую они когда-то имели. Но даже не в этом дело. Любое сравнение с прошлым (которого больше нет) при принятии решений о покупке или продаже ошибочно по сути. Сравнить надо только текущую ситуацию с прогнозом на будущее.

Правильная постановка вопроса звучит примерно так: «Что лучше: остаться еще на какое-то время с этими акциями в надежде на их рост, или, продав их, вложить деньги в акции другой фирмы, которые смогут вырасти быстрее и увереннее, чем эти акции?»

Очень прошу читателя вдуматься в эту фразу, прочесть ее еще несколько раз и постараться сделать своим мировоззрением. В этой фразе нет ничего о прошлой цене, по которой вы купили акции. В ней есть только вопрос о прогнозировании будущего поведения цен. Это правильное мировоззрение инвестора, которого обычно нет у человека, не занимающегося инвестициями. Есть только настоящее и ваш прогноз будущего. Именно этими категориями и стоит оперировать.

Цена акций стала слишком высокой

Ну и последний, самый радостный случай продажи акций. Но тоже сложный психологически. Компанию, акциями которой вы владеете, так полюбили инвесторы, они так подняли цену ее акций, что цена совершенно перестала соответствовать ее реальной стоимости. Цена взлетела, как ракета в стратосферу, и вам стало понятно, что чуть раньше или чуть позже, цена грохнется сильно, поскольку она завышена, не соответствует реальным показателям работы фирмы.

Если цена действительно в разы превосходит разумную стоимость акции, продайте! Воспользуйтесь прекрасной возможностью получить за акцию столько, сколько она не заслуживает.

Это трудно психологически: «Но ведь так растет! И это же моя компания, я уже сроднился с ней». Баффет несколько раз признавался в ошибках такого рода. «Почему я не продал? Я же видел, что происходит. Не знаю», — сетовал он. А потом цена падала значительно, становясь снова разумной.

Биржа в конце концов правильно оценит акции: и те, которые она раньше недооценивала, и те, которые она раньше переоценивала. Биржу переиграет тот, кто хладнокровно увидит преимущество компании, когда еще другие его не замечают, И КУПИТ, а также хладнокровно оценит, что цена чрезмерно высока, когда другие еще этого не видят, И ПРОДАСТ. Все просто. Как написано на дверях Нью-Йоркской фондовой биржи: «Покупай внизу, продавай вверху». Как это сделать? — мы с вами пытаемся сейчас ответить на этот вопрос.

Но все же, как узнать, что цена акции значительно превосходит ее разумную цену?

По коэффициенту Р/Е. Рассмотрим это.

Сегодня, 21 сентября 2018 года, среднее значение коэффициента Р/Е по 500 американским компаниям, входящим в индекс S&P500, составляет 25,41. Это значит, что, купив самую среднюю компанию из индекса S&P 500, мы будем иметь **возврат чистой прибыли фирмы на одну акцию** в отношении к сегодняшней **цене этой акции** около 4 % годовых (100 %/25,41). То есть, средняя фирма в год нам возвращает в виде чистой прибыли на акцию 4 % от вложенной нами в эту акцию суммы. Если же мы выберем не среднюю фирму из индекса S&P, а поищем такую, где Р/Е немного меньше, например, 20, то прибыльность наших инвестиций будет чуть больше, 5 % годовых.

Также мы знаем, что если мы вложим свои деньги в облигации с низким риском (оцененные рейтингом не ниже BBB), то мы получим возврат на наши инвестиции (УТМ) в размере (в среднем в сегодняшней ситуации) на уровне 2,5 % годовых.

Теперь, если мы видим, что, например, цена нашей компании взлетела так высоко, что Р/Е для нее стала уже равна 65 (это значит, что своей годовой прибылью она «отбивает вложения» в нее

при сегодняшней цене акций только на уровне $100\%/65 = 1,54\%$), то вполне понятно, что лучше продать эти акции по этой цене и полученные деньги вложить в акции с доходностью (годовая прибыль на вложенные средства) в размере 5 % годовых. Мы заработаем на таком изменении в 3 раза больше, чем если оставим все как есть. Поскольку при такой замене годовая прибыль на вложенные нами деньги вырастет примерно в 3 раза, с 1,54 % до 5 %.

Либо можно, продав акции нашей фирмы, купить на вырученные деньги высоконадежные облигации с купоном, которые нам обеспечат доход в размере 2,5 % годовых. Все равно больше, чем акция, которой мы владеем.

Вот такие рассуждения и вычисления позволяют нам понять, стоит ли сегодня продать акцию фирмы, которой мы владеем, чтобы купить взамен что-то другое.

Может быть, кто-то думает, что не бывает так, чтобы цена акций взлетела столь высоко по отношению к той прибыли, которую фирма реально зарабатывает? Вот один пример:

Фирма **Health Equity**, тикер **HQY**; годовая прибыль на акцию за 2017 год \$0,79; цена акции сегодня \$92,09; P/E=116,57.

И такие примеры можно множить. По разным причинам биржа иногда «очень любит» какие-то фирмы. Любовь — это иррациональное чувство. Если вы владеете акциями фирмы, в которую сейчас беззаветно влюбилась биржа, может быть, стоит оставить влюбленных наедине друг с другом? Выйти из игры? Не мешать им?

Шаг 43. РЕВОЛЮЦИЯ ИЛИ ЭВОЛЮЦИЯ

Зачастую инвесторы — особенно начинающие — любят выбирать в свой портфель акции быстрорастущих компаний, ставящих рекорды и по динамике развития бизнеса, и по скорости роста цен их акций. GOOGL, NVDA, AMZN у всех на слуху. При этом высокие, а часто запредельные значения P/E воспринимаются как сопутствующая успеху неизбежность. Ведь рост выручки фирмы идет просто потрясающими воображение темпами. Кажется, что компания отыскала золотую жилу. Хочется поучаствовать в успехе. Я, признаюсь, немало грешил этим.

Проблема таких компаний в том, что никто не может развиваться столь высокими темпами постоянно. Когда даже очень хорошая компания становится большой, ее темпы процентного роста естественным образом замедляются. В такие времена наиболее торопливые инвесторы начинают продавать акции этой компании. А на неоправданно завышенную цену акций серьезные продажи действуют подчас как холодный душ: рынок внезапно прозревает, что цена акций находится за пределами разумного. Неразумность цены акции была хорошо видна и раньше, но раньше многие считали, что это абсолютно бриллиантовая компания, ее бизнес перевернет мир, и на цену сейчас не стоит вообще обращать внимания. А сейчас все изменилось, это уже просто хорошая компания, каких довольно много, и становится непонятно, почему ее акции должны стоять так неоправданно дорого? Понятно, что происходит с ценой таких акций во времена внезапного массового прозрения.

А в это время другая, вполне скромная фирма, которая занимается совсем не революционным бизнесом, мало-помалу ста-

бильно росла и доросла себе до такого уровня, что все начинают ее очень ценить.

Мне раньше тоже нравились революционные бизнесы, типа «Теслы» или молодых фармацевтических компаний. А сейчас меня все больше привлекают компании с бизнесом попроще, но растущие стабильно. У них и результаты на больших интервалах лучше получаются, и волнений у инвестора меньше.

Один пример для иллюстрации сказанного.

Всемирно известная компания **Apple** совершила революционный переворот в мире технологий, который повлиял на жизнь каждого человека на планете. Она работает в очень конкурентной области. Samsung и другие конкуренты наступают на пятки. Apple побеждает пока. Она лучшая!!! Посмотрим, как выросла цена ее акций с января 2008 по январь 2018. Средняя цена января 2008 составляла 304 доллара за акцию. В кризис, в ноябре 2008, компания заставила акционеров поволноваться — самая серьезная просадка у **Apple** была именно в этом месяце, цена снижалась до 123 долларов, **в 2,5 раза** по отношению к уровню января 2008 года (представьте: вы вложили в акции компании в январе 10 тысяч долларов, а в ноябре у вас уже только 4 тысячи). Но отличная компания вышла из кризиса с честью и показала прекрасный рост. Результат: средняя цена января 2018 составила 1125 долларов за акцию. Общий рост за 10 лет в 3,7 раза! Отличный результат! **Средний рост цены 14 % в год.**

А сейчас для сравнения посмотрим на уже обсуждавшуюся нами и довольно скучную компанию **Comcast**. Она просто обеспечивает дома и офисы кабельным телевидением (более широко — раздачей контента): тянет кабель и раздает контент. Никаких технологических прорывов. В январе 2008 средняя цена ее акции была 8,69 доллара. В кризис самая серьезная просадка была в марте 2009, цена снижалась до 5,5 доллара за акцию. Снижение только **в 1,6 раза** по отношению к январю 2008 года. Акционеры волновались, конечно, но не так сильно, как акционеры Apple. Прошло 10 лет. Средняя цена января 2018 года — 42 доллара. Рост в 4,8 раза за 10 лет!!! Гораздо более впечатляющий результат, чем у Apple. Без сотрясения основ. Без технологиче-

ских прорывов. Без открытия новых направлений развития человеческой цивилизации. Просто тянули кабель и раздавали контент. **Среднегодовой рост цены акции — 17 %.** Существенно выше, чем у знаменитой Apple.

Кто-то скажет, что я просто скучный человек. Я не вдохновляюсь развитием человеческой цивилизации. Ну почему? Я потрясен тем, что делает Apple. И я гораздо менее потрясен тем, что делает Comcast. Но мы сейчас просто обсуждаем другой вопрос. Мы обсуждаем, в какие акции лучше инвестировать. Инвестировать, на мой взгляд, лучше в Comcast. А восторгаться я продолжаю компанией Apple, которая открывает человечеству новые горизонты. Это просто разные вопросы.

А какой балл выставляет наш экспресс-анализ этим двум компаниям на интервале 2012–2017 годы? Apple — 13, Comcast — 14. Он оценил Apple чуть хуже, чем Comcast. Подумайте об этом.

Выводы из четвертой главы

1. Подход к инвестированию на основании фундаментального анализа бизнеса компаний используется многими успешными инвесторами, в том числе Уорреном Баффетом. Этот подход связан с изучением финансовых показателей ее деятельности за ряд прошлых лет. Этот подход требует также и содержательного понимания бизнеса компании.
2. Освоить фундаментальный анализ непросто, но можно погружаться в эту науку постепенно. Даже довольно упрощенная и полностью формальная процедура экспресс-анализа дает неплохие результаты, если выбирать для инвестирования не одну фирму, а целый набор акций нескольких компаний, получивших хорошие баллы по результатам экспресс-анализа. Тогда результаты неудачного выбора акций какой-то компании (которые, конечно, будут случаться) будут компенсированы результатами многих хороших компаний, которые оказываются преобладающими в таком наборе. Также для анализа можно пользоваться рекомендациями, изложенными в книжках Мэри Баффет и Дэвида Кларка, например, «Уоррен Баффет рекомендует. Как найти идеальную для инвестора компанию» и «Новая баффетология». Или использовать книжку Роберта Хагстрема «Уоррен Баффет. Как 5 долларов превратить в 50 миллиардов. Простые правила великого инвестора».

3. В основе выбора перспективных для инвестирования компаний лежит понятие долгосрочного конкурентного преимущества (экономического рва). Но при отборе надо смотреть и на другие показатели: динамику роста прибыли, умелое распоряжение прибылью компании со стороны менеджмента и, конечно, цену акции по сравнению с прибылью на одну акцию.
4. При подходе, основанном на фундаментальном анализе, имеется возможность выбирать моменты, когда покупать и когда продавать ту или иную акцию. Этой возможностью не следует пренебрегать, поскольку разумный момент для покупки и продажи позволяет существенно увеличить результирующую доходность инвестиций.
5. К сожалению, выбор правильного времени для покупки и продажи сопряжен с серьезными психологическими трудностями. Чтобы сделать это правильно, приходится поступать психологически некомфортно: покупать, когда хочется продать, и продавать, когда хочется купить. Инвестору необходимо приучать себя к правильному инвестиционному поведению.

Успехов вам в инвестировании!

Глава 5

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОРТФЕЛЬ

Пусть каждый разделит свои средства
на три части и вложит одну из них в землю,
вторую — в дело, а третью оставит про запас.

Талмуд 1200 г. до н. э. – 400 г. н. э.

Шаг 44. ПРО ЭПИГРАФ

Эпиграф к этой главе показывает, что люди уже две-три тысячи лет назад понимали смысл того, что позже было названо диверсификацией. Нельзя все яйца складывать в одну корзину. Поскольку, если корзина упадет, то разобьются все яйца разом. Поэтому лучше раскладывать в разные корзинки. Причем уже более двух тысяч лет назад были сформулированы даже основные направления такой диверсификации (распределения) активов, которые и задают структуру того, что сейчас называется инвестиционным портфелем, а тогда называлось просто «свои средства».

«Одну часть — в землю». Что это значит в современных терминах? Землю сдавали в аренду, и она давала фиксированный арендный доход. В нашем мире такой фиксированный доход дают облигации.

«Другую часть — в дело». Это значит — в бизнес. В нашем мире это часто означает вложения в акции.

«Третью часть оставить про запас». Это значит в современных терминах — Cash, наличные, инструменты денежного рынка, короче — подушка безопасности.

Интересно, что древний автор мудро не обозначил соотношение этих трех частей. Какую долю в землю, а какую в дело? Об этом не сказано. Мы сегодня знаем, что соотношения будут разными для разных людей: для молодого и не очень, для осторожного и не очень, для обремененного большой семьей и одинокого. Возможно, древний автор тоже это понимал. Поэтому сказал просто «части».

Пожалуй, две-три тысячи лет, прошедшие со времени написания этого текста, не так уж много изменили в понимании сути и принципов создания инвестиционного портфеля. Но все же современный инвестор знает некоторые удивительные особенности портфеля, которых, возможно, не знал его далекий предок. Это такие интересные свойства, которые показывают, что целое — это не просто сумма его частей, целое — это сумма частей и еще кое-что. Звучит загадочно, да?

Давайте разбираться. Мы уже начинали с этим разбираться в Главе 3 при описании отдельных инвестиционных инструментов и наборов ценных бумаг (НЦБ), к которым относятся и индексы. Там же мы узнали (Шаг 26), что существенную реальную доходность (после учета инфляции) дают, пожалуй, только акции. Вот почему всю четвертую главу мы посвятили методам отбора хороших акций.

И тут напрашивается такая простая мысль: так может быть, инвестиционный портфель надо формировать из одних только акций? Это даст инвестору максимальную доходность. Может быть и так. Этого нельзя отрицать с порога. Если вам 18–25 лет, если вы в состоянии и готовы пополнять свой инвестиционный фонд ежемесячно, если вы высоко толерантны к риску, то может быть, вам и стоит попробовать. Именно таким путем предлагал идти частному инвестору один из выдающихся инвестиционных специалистов двадцатого века Питер Линч. Став постарше, став более консервативным, инвестор, возможно, захочет и сможет немного поменять стратегию на более консервативную. Но какой бы путь вы ни выбрали, сначала надо все же познакомиться с основными положениями современной портфельной теории (Modern Portfolio Theory — МРТ). Просто для того, чтобы понимать, от каких потрясающих возможностей вы отказываетесь, не включая в свой портфель разные другие инструменты: не только акции, но и облигации, и золото, и недвижимость.

Современная портфельная теория ведет начало от одной давней статьи американского экономиста и математика Гарри Марковица, за которую он позже получил Нобелевскую премию. Формат этой книжки совершенно не предполагает рассматривать

эту довольно серьезно накачанную математикой статью. Лучше я, пожалуй, поступлю проще. Сменю на время стиль изложения и расскажу вам сказку на тему инвестиционного портфеля. А поскольку я ее придумал сам, а я отнюдь не писатель-сказочник, то прошу не судить меня строго.

Шаг 45. **СКАЗКА О ТРЕХ ИНВЕСТОРАХ. ПЕТР**

Жили-были в деревне Зюкайка, что недалеко от Перми, три друга-товарища: Петр, Василий и Николай. Характерами они все были разные, но дружили крепко.

Петр был человек неутомонный и непоседливый. Очень любил путешествовать, как и его великий тезка — святой апостол Петр, именем которого его и назвали. И угадали родители. Наш Петя тоже на месте сидеть не любил, все норовил поехать куда-нибудь. Однажды, в 92-м году, он даже в Америке побывал. Это в перестройку они по обмену к американским фермерам ездили. Часто он друзьям об Америке рассказывал. Очень ему эта страна понравилась. Все у них ухоженно и богато. Вот бы у нас так, думал Петр.

Василий был человек степенный, строгий, и Петиных разговоров про Америку не любил. Чего на других заглядываться? Надо своим умом жить. Вон в старое время как все хорошо у нас было устроено. Нам надо жить, как наши деды и прадеды жили. Тогда все хорошо у нас будет. Так он думал.

А Николай был человек миролюбивый, и больше всего он не любил, когда приятели спорили или, не дай бог, ссорились. Он умел их быстро помирить. Часто просто переведет разговор на что-то другое, на хорошее, о погоде заговорит, например, о красоте вокруг, о грибах. Приятели и затихнут, начнут о приятном говорить, а про спор свой забудут. Вот такой он, можно сказать, дипломат наш Николай.

И вот однажды, а было это давно уже, 30 ноября 1995 года, идут они как-то вечером после работы, беседуют. Солнце уже низко,

за ближайший лесок садится, и вся округа таинственным желто-красным светом озарена. Красиво. Они уж на полянку за околицей вышли — и вдруг видят: чудо чудное, диво дивное! Летит в небе голубой вертолет, садится прямо на поляну перед ними, и выходит из вертолета волшебник. Что он волшебник, это наши приятели сразу сообразили. Шапка — острым конусом, и борода седая, длинная. Подходит он к приятелям и говорит: «Хочу я вам подарки подарить, добры молодцы! Вот вам по две тысячи долларов каждому». И вправду раздает всем по пачке денег. Да не наших, а долларов американских. «Только вы их на радостях не пропейте, — говорит волшебник, — это вам на старость. Вы их сохраните до старости как-нибудь получше, вот вам и будет прибавка к пенсии. Или может, не дай бог, конечно, заболете серьезно, деньги-то и понадобятся». Сказал, сел живо в свой голубой вертолет и улетел. Только его и видели. Через пять минут и след простыл, будто не было. Только по две тысячи долларов у каждого из приятелей в руках осталось. Повертели они деньги, Василий понюхал даже, нет обмана, настоящие доллары!

Что же с ними делать, чтоб на старость побольше накопить? Решили друзья подумать до завтра, утро вечера мудренее, да и разошлись по домам, удивленные таким неожиданным поворотом в их жизни.

Назавтра у Петра уже с утра план готов был. Когда он был в Америке, видел он там кредитные карты American Express, ими многие американцы в магазинах расплачивались. И там ему один ихний фермер, Джон Смит, сказал, что владельцы этой карточной системы с каждой покупки от продавца 2,5 % получают себе в карман. «Вот бы мне таким владельцем стать», — сказал тогда Петр. И Джон очень удивил Петю своим ответом. Сказал: «Какая тут проблема? У этой фирмы акции на бирже торгуются, хочешь — купи, будешь собственником этой компании. Небольшим, правда, собственником, но все же настоящим хозяином». Удивился тогда Петр и запомнил этот ответ. Только денег у него в то время не было.

И вот сейчас, когда ему неожиданно две тысячи долларов привалило, вспомнил он тот разговор. Всю ночь ворочался, а с утра —

в Сбербанк побежал. Говорит операционистке Вале: «Вот у меня 2000 американских долларов, желаю я купить на все эти деньги акции американской компании American Express». Валюша только глаза на него вытаращила, никогда она такими делами не занималась. На курсах повышения им, правда, что-то такое рассказывали, да она уж забыла, без надобности в Зюкайке эти акции и доллары. Стала она в Пермь звонить, своему начальству, чтоб узнать, что и как. Короче, целый день они с Петром провозились, какие-то счета валютные ему открывали, еще брокерские счета разные, но все же сделали дело. Купили ему к концу дня 1 декабря 1995 года 150 акций этой американской фирмы. Пришлось ему, правда, еще 7 долларов от себя добавить, чтоб круглое число акций получилось. Акции-то в тот день по 13 долларов 38 центов за штуку продавались. Вот семи долларов для ровного счета и не хватило. А так ровно 150 штук получилось.

Видели бы вы, какой гордый стал Петр к вечеру! Что ты! Не подходи! Хозяин всемирной карточной системы American Express!

Вечерком рассказал он об этом своим друзьям. С гордостью рассказал. Но Василий не одобрил. Спорить стал. Насилу их тогда Николай успокоил.

И вот прошло 20 лет с той поры. Состарились друзья. Стали чаще о пенсии подумывать. Решил Петр свои барыши подсчитать. Пошел он опять к Валюше-операционистке и объявил, что хочет все, что он накопил, на пенсию себе добавочную использовать. Но надо сперва полный анализ сделать. Валентина Ивановна — ее теперь так величали — обещала все ему подготовить, а назавтра показала ему табличку, которую она для него подготовила.

Таблица 5.1.

Портфель Петра

Год	У Петра акций (шт.)	Цена	Дивиденд	Всего с дивид.	При ежегодном росте 8,77 %	Рост
1995	150	13,38	0	2 007	2 007	
1996	150	19,15	39	2 912	2 180	45,1 %
1997	151	26,28	39	4 020	2 367	38,1 %

окончание табл. 5.1.

Год	У Петра акций (шт.)	Цена	Дивиденд	Всего с дивид.	При ежегодном росте 8,77 %	Рост
1998	153	31,66	39	4 874	2 571	21,2 %
1999	154	39,15	39	6 057	2 792	24,3 %
2000	155	38,41	42	5 985	3 032	−1,2 %
2001	156	31,9	42	5 020	3 293	−16,1 %
2002	157	29,39	42	4 670	3 576	−7,0 %
2003	158	46,76	50	7 455	3 883	59,6 %
2004	159	47,4	58	7 615	4 217	2,1 %
2005	161	53,88	68	8 716	4 580	14,5 %
2006	162	56,87	86	9 282	4 974	6,5 %
2007	164	42,3	90	7 016	5 401	−24,4 %
2008	171	12,06	104	2 169	5 866	−69,1 %
2009	174	39,19	108	6 921	6 370	219,2 %
2010	176	43,57	108	7 791	6 918	12,6 %
2011	178	52,87	108	9 538	7 513	22,4 %
2012	180	62,15	117	11 311	8 159	18,6 %
2013	181	91,28	134	16 691	8 861	47,6 %
2014	183	81,59	151	15 085	9 623	−9,6 %
2015	186	55,58	170	10 494	10 451	−30,4 %
Рост за весь период (в раз)				5,37		
Среднегодовой рост				8,7 %		
Стандартное отклонение:					54,5 %	

Долго разглядывал эту табличку Петр. Вспоминал, как трудно ему иногда приходилось. Сколько он терпел, чтоб удержать себя и не продать все эти акции.

Вон, Валя в пятой колонке все расписала, как деньги его росли. Сначала-то все очень хорошо шло. До 2000 года у него каждый год примерно лишняя тысяча долларов прирастала. А потом дело хуже пошло. В 2000, 2001 и 2002 годах три года подряд деньги не добавлялись, а таяли. Представляете! Три года с трудом терпел это Петр! И не зря терпел. В 2003 все в один год поправилось! Денег уже семь с половиной тысяч долларов стало. Как будто

и не было этих трех убыточных лет. Все денежки обратно вернулись, да еще с прибавкой.

А в 2008 году, в кризис, вообще беда была! У него денег снова, как в самом начале, как в 1995 году, только две тысячи стало. Это сейчас легко говорить, а каково это — 13 лет копить и ни с чем остаться! Но запомнил Петр урок 2000–2002 годов, хорошо помнил, как все восстановилось в 2003, и опять стерпел. И опять хорошо вышло! Уже через 5 лет у него акции стоили 17 тысяч долларов! Может, тогда и надо было продать акции, потому что в следующие два года опять убытки пошли. Но Петр уже верил в свою фирму и знал, что за падением обязательно шел подъем. И решил он не продавать акции. Только будет понемногу снимать деньги, чтоб прибавка к пенсии была, а так — пусть дальше растут. Ведь результат и сейчас хороший. Больше чем в 5 раз сумма за 20 лет выросла. 10781 долларов на счете сейчас. Да и Петр уже по опыту знает, что раз два года подряд было снижение цены на акции, то не за горами и подъем.

И очень еще нравилось Петру, что он настоящий хозяин этой фирмы. Это он особо чувствовал, когда ему дивиденды приходили. Вот, думал он, поработали мои работники в этом году хорошо, заработали мне денег, да и перечислили. Началось все с 39 долларов в 1996. А в этом году уже 170 долларов выплатили. Эти все деньги, которые как дивиденды ему на счет приходили, Петр не тратил, а новые акции на них покупал. Вот у него сейчас уже 186 штук акций. А начинал-то он со 150 штук.

А еще Валентина Ивановна ему расчет сделала — вон он внизу выделен — сколько ему удалось в среднем процентов в год зарабатывать. Оказалось, что в среднем он 8,7 % годовых зарабатывал. Это в долларах. Валентина Ивановна похвалила его. Сказала, что на валютном банковском вкладе он бы таких процентов не заработал. Значит, правильно он сделал, что акции этой фирмы купил. В закрашенной темно-синим цветом колонке она показала, что было бы, если бы у него каждый год ровно 8,7 % процента прибавлялось. Если сравнить с тем, что реально было (это в пятой колонке показано), то у него сильно в разные годы от ровного роста отличалось: то больше, то меньше. Но в конце цифры сошлись почти. Валентина Ивановна пояснила, что в среднем как раз 8,7 % в год и получилось.

Она еще и седьмую колонку сделала. В ней показано, на сколько в каждый год его сумма росла. Валентина Ивановна сказала, что стандартное отклонение (СО) у него большое, 54 %. Про СО Петр не сильно понял, только понял, что чем СО больше, тем его доход (или убыток) больше «болтает» от ровного роста. У него, стало быть, сильно болтает. Так это он и так, на собственной шкуре, можно сказать, знал. Короче, Петр доволен своими достижениями остался. А особенно он гордился тем, что в трудные годы не дрогнул и акции свои не продал, фирму свою не предал. Как настоящий хозяин себя повел.

Да, совсем забыл сказать. Петр еще один вопрос задал Валентине Ивановне:

— А еще, Валюша, я сомневался в 1995, думал, а не обменять ли мне доллары на рубли и не положить ли их на вклад в Сбербанк. Интересно, а в рублях сколько я заработал на моих акциях? Больше или меньше, чем на вкладе в Сбербанк?

Валентина Ивановна ему все рассчитала. 1 декабря 1995 года один доллар стоил 4580 рублей. В 1998 году была деноминация, обменяли деньги 1000 к 1 новому рублю. Стало быть, в сегодняшних рублях курс доллара на 1 декабря 1995 года был 4,58 рублей за 1 доллар. И 2000 долларов у Николая составляли 9160 рублей в наших деньгах. Это в 1995 году было.

А 1 декабря 2015 года, когда у Петра стало 10783 доллара, это в рублях по курсу 66,70 составило 719 226 рублей. Вот и получается, что **в рублях у Петра за 20 лет сумма выросла с 10 783 рублей до 719 226 рублей, то есть, в 78,5 раз**. Валя пощелкала на калькуляторе и объявила, что это в среднем выходит рост в рублях на **24,4 % в год**.

— Да, — сказала Валюша, — молодец ты, Петр! Здорово придумал! Ты бы в нашем банке таких процентов по вкладу никогда не заработал. — Очень возгордился Петр такой похвалой финансового работника — Валентины Ивановны.

А что же его друзья? Как они распорядились деньгами? Но это уже другая глава нашей сказки получается.

Шаг 46. СКАЗКА О ТРЕХ ИНВЕСТОРАХ. ВАСИЛИЙ

Василий еще с неделю думал. А потом решил все деньги в золото превратить. Он всегда к бумажным деньгам с недоверием относился. А тут, раз богатство привалило, решил сделать, как деды делали. Золото — лучше любых денег. Вот и купил он на всю сумму золота и зарыл его в землю в надежном месте.

А 1 декабря, когда Николай похвастался приятелям, сколько он заработал, Василий тоже решил узнать у Вали, как его золото? Выросло ли в цене? Спросил. И назавтра Валентина Ивановна ему тоже табличку принесла:

Таблица 5.2

Портфель Василия

Год	Цена Унции	Унций	Стоимость всего	При равн. росте	Рост
1995	388	5,18	2 009,84	2 009,84	
1996	370	5,18	1 916,60	2 113,95	–5 %
1997	289	5,18	1 497,02	2 223,45	–22 %
1998	291	5,18	1 507,38	2 338,63	1 %
1999	284	5,18	1 471,12	2 459,77	–2 %
2000	272	5,18	1 408,96	2 587,18	–4 %
2001	276	5,18	1 429,68	2 721,20	1 %
2002	335	5,18	1 735,30	2 862,16	21 %
2003	409	5,18	2 118,62	3 010,42	22 %
2004	444	5,18	2 299,92	3 166,36	9 %
2005	511	5,18	2 646,98	3 330,38	15 %

окончание табл. 5.2.

Год	Цена Унции	Унций	Стоимость всего	При равн. росте	Рост
2006	632	5,18	3 273,76	3 502,89	24 %
2007	812	5,18	4 206,16	3 684,34	28 %
2008	826	5,18	4 278,68	3 875,19	2 %
2009	1 132,00	5,18	5 863,76	4 075,92	37 %
2010	1 391,00	5,18	7 205,38	4 287,05	23 %
2011	1 643,00	5,18	8 510,74	4 509,12	18 %
2012	1 686,00	5,18	8 733,48	4 742,70	3 %
2013	1 223,00	5,18	6 335,14	4 988,37	–27 %
2014	1 200,00	5,18	6 216,00	5 246,77	–2 %
2015	1 069,00	5,18	5 537,42	5 518,55	–11 %
Рост за весь период (в раз)			2,76		
Среднегодовой рост			5,2 %		
Стандартное отклонение:					16 %

Валя пояснила, что 1 декабря 1995 года одна унция золота — а это 31,1 граммов — стоила 388 долларов. Василий тогда купил на свои 2006 долларов 160,79 грамм золота. Это составляло 5,18 унций.

Потом за 20 лет цена золота менялась очень по-разному. До 2000 года цена все снижалась. До 272 долларов за унцию снизилась. И у Василия, стало быть, все 5 лет одни убытки были. Почти четверть всех денег потерял.

Но дальше пошел рост. И целых 12 лет до 2012 года золото прилично росло в цене. Это даже если в долларах считать. А в рублях-то и подавно.

Но с 2012 и до 2015 года золото опять дешевело, особенно сильно в 2013 году. И сейчас, в декабре 2015, унция стоит 1069 долларов. А за все время то золото, что было у Василия, выросло в цене в **2,76 раза**. И стоит оно уже 5529 долларов. Это раза в два меньше, чем у Петра получилось. Средний процент роста в год — внизу указан — получился 5,1 %.

Но Валя обрадовала Василия, что у него стандартное отклонение (СО) не очень большое, 16 %. Это значит, что у него отклонения

от равномерного роста небольшие, и никогда у него не было, как у Петра, чтоб он вдруг за год больше трех четвертей от своего капитала потерял. Этому порадовался Василий. Он не любил риск. «Курочка по зернышку — думал Василий, возвращаясь из банка — а у Петра еще неизвестно, как дальше дела пойдут. Неровен час, опять все потерять может. Да, правильно наши прадеды говорили, что золото — оно золото и есть». Короче, доволен остался Василий своим решением.

А что же Николай? Об этом в следующей части.

Шаг 47. СКАЗКА О ТРЕХ ИНВЕСТОРАХ. НИКОЛАЙ

Николай дольше своих друзей думал о том, как же распорядиться неожиданно привалившим богатством. Расспросил и Петра, и Василия, почему и зачем они выбрали одни акции, а другой — золото. Оба, вроде бы, толково рассуждают. И решил Николай **половину денег в акции поместить, а другую половину — в золото**. Такая середина у него будет. Рассудил он так, что пусть большого выигрыша он и не получит, но и от больших проблем уберется. Короче, как настоящий дипломат поступил.

Пошел он к Вале уже протоптанной его друзьями дорожкой. Не стал он золото прямо в слитках, как Василий, покупать. Где его хранить? А Валя сказала, что можно просто золотой счет в банке открыть, и никаких проблем с хранением не будет. Так и сделал Николай.

А надо вам сказать, что Николай, мало что дипломат, а еще и очень аккуратный человек был. Постановил он каждый год, в начале декабря, приходить в банк и интересоваться, как его денежки прирастают. Так и сделал.

Пришел в декабре 1996 года. Валя его обрадовала. Приросли его денежки. И очень неплохо. Вместо 2005 долларов, которые он внес год назад, теперь уже 2410 долларов стало. Это аж 20 % роста. В долларах. Очень хорошо! Но столкнулся Николай с такой проблемой. Год назад, в декабре 1995 он поровну деньги между акциями и золотом распределил, а уже через год у него совсем даже не поровну денег в акциях и золоте оказалось. Золото подешевело немного. И теперь у него **в золоте только 955 долларов** получалось по его новой цене. А зато акции очень в цене

прибавили, и **в акциях у него сейчас уже 1455 долларов** получилось. Это с учетом того, что он еще 19 долларов дивидендов получил. И на них, как и Петр делал, тоже еще одну акцию купил. И у Николая теперь уже 76 акций стало.

Николай, как уже говорилось, очень аккуратный человек. Любил во всем порядок. Еще с армии привык, всю обувь у вешалки ровненько расставлял, носочек к носочку, кровать отлично заправлял, без морщиночки, все по линейке. И для его характера такой беспорядок, который у него с его портфелем инвестиций (это Валя так называла) случился, ему очень не нравился. «Что же это, беспорядок такой получился, — думал Николай. — Я хотел поровну, а сейчас у меня в акциях в полтора раза больше лежит, чем в золоте. Беспорядок!» И решил он порядок навести, чтобы снова все поровну было. Всего у него 2410 долларов стало. Вот и надо сделать так, чтоб и в золоте, и в акциях у него ровно по 1205 долларов получилось. Как это сделать? Стало быть, надо продать акций на $1455 - 1205 = 250$ долларов, а на эти 250 долларов купить еще золота. Так он и сделал. Теперь порядок: и в золоте, и в акциях у него по 1205 долларов стало. И каждый год в декабре он это дело повторял, все время выравнивал, чтобы золота и акций у него опять поровну было.

Вот что у него получилось в итоге:

Таблица 5.3.

Портфель Николая

Год (на 1 декабря)	Цена золота	число унций	в золоте	Цена акций	Дивиденд	Всего акций	Стоим. акций	Цена всего портфеля
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1995	388	2,58	1 001	13,38	0	75	1 004	2 005
1996	370	2,58	955	19,15	19	76	1 455	2 410
Выровнять	370	3,26	1 205	19,15		63	1 205	2 410
1997	289	3,26	941	26,28	19	64	1 673	2 614
Выровнять	289	4,52	1 307	26,28		50	1 307	2 614
1998	291	4,52	1 316	31,66	16	50	1 590	2 906
Выровнять	291	4,99	1 453	31,66		46	1 453	2 906

окончание табл. 5.3.

1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999	284	4,99	1 418	39,15	13	46	1 810	3 228
Выровнять	284	5,68	1 614	39,15		41	1 614	3 228
2000	272	5,68	1 546	38,41	14	42	1 598	3 143
Выровнять	272	5,78	1 572	38,41		41	1 572	3 143
2001	276	5,78	1 595	31,9	14	41	1 319	2 914
Выровнять	276	5,28	1 457	31,9		46	1 457	2 914
2002	335	5,28	1 769	29,39	14	46	1 356	3 125
Выровнять	335	4,66	1 562	29,39		53	1 562	3 125
2003	409	4,65	1 908	46,76	16	54	2 502	4 410
Выровнять	409	5,39	2 205	46,76		47	2 205	4 410
2004	444	5,39	2 393	47,4	19	48	2 254	4 647
Выровнять	444	5,23	2 324	47,4		49	2 324	4 647
2005	511	5,23	2 674	53,88	22	49	2 663	5 338
Выровнять	511	5,22	2 669	53,88		50	2 669	5 338
2006	632	5,22	3 301	56,87	28	50	2 845	6 146
Выровнять	632	5,22	3 301	56,87		54	3 073	6 146
2007	812	5,22	4 241	42,3	29	55	2 315	6 556
Выровнять	812	4,04	3 278	42,3		77	3 278	6 556
2008	826	4,04	3 334	12,06	32	80	967	4 301
Выровнять	826	2,60	2 150	12,06		178	2 150	4 301
2009	1 132	2,60	2 947	39,19	34	179	7 002	9 969
Выровнять	1 132	4,40	4 984	39,19		127	4 984	9 969
2010	1 391	4,40	6 125	43,57	34	128	5 576	11 700
Выровнять	1 391	4,21	5 850	43,57		134	5 850	11 700
2011	1 643	4,21	6 910	52,87	35	135	7 134	14 044
Выровнять	1 643	4,24	7 022	52,87		133	8 292	15 497
2012	1 686	4,27	7 206	62,15	37	133	8 292	15 497
Выровнять	1 686	4,60	7 749	62,15		125	7 749	15 497
2013	1 223	4,60	5 621	91,28	43	125	11 423	17 044
Выровнять	1 223	6,97	8 522	91,28		93	8 522	17 044
2014	1 200	6,97	8 362	81,59	48	94	7 665	16 027
Выровнять	1 200	6,68	8 014	81,59		98	8 014	16 027
2015	1 069	6,68	7 139	55,58	54	99	5 513	12 652

После 20 лет решил и он посмотреть, что у него получилось, и с друзьями сравнить. Тут ему Валентина Ивановна помогла. Рассчитала, что стандартное отклонение (СО) у него 31,3 %. Меньше, чем у Петра, но больше, чем у Василия. Но все же не ровно пополам между ними. Ровно пополам было бы 35,2 %, а у него получилось 31,3 %. Все же немного ближе к осторожному Василию.

Но вот штука! Непонятная, но очень приятная штука приключилась! Он заработал больше и Василия, и Петра! Вот это фокус! У Василия — 5537 долларов, у Петра — 10451, а у Николая — 12652. Но ведь у Николая, вроде бы, наполовину, как и у Василия, золото было, и наполовину, как у Петра — те же акции. Как же так вышло, что он больше их обоих заработал?

Долго думал над этой загадкой Николай. И вот что надумал. И золото, и акции за эти 20 лет неплохо себя показали. И золото, и акции выросли за те 20 лет, что друзья их держали. Но только один Николай каждый год их выравнивал: продавал то, что больше подросло, и покупал, что убыло или выросло поменьше.

Если внимательно на табличку посмотреть, то он каждый год продавал то, что сильнее выросло в цене. Значит, он по более высокой цене продавал. А покупал, что меньше выросло, значит, подешевле покупал. Вот он на этой разнице в цене продажи и покупки тоже очень хорошо зарабатывал. И это каждый год, все 20 лет. Это все плюсом выходило к тому, что и золото, и акции сами по себе еще подорожали.

Например, в 1996–2000 годах золото снижалось в цене. В эти годы Николай докупал золото. Увеличил его с 2,58 до 5,78 унций. И покупал по цене в основном дешевле 300 долларов за унцию (в 2000 вообще по 272 доллара за унцию покупал). А в 2002 году Николай золото продавал, но уже по 335 долларов за унцию. Вот, навар и получился.

С акциями наоборот. С 1996 по 2000 годы акции серьезно дорожали. Николай их продавал по этим высоким ценам. В 2000 у него всего 41 штука осталась, а ведь было в 1995 75 штук. Но в это время цены на них росли очень хорошо. С 13,38 долларов в 1995 до 39,41 долларов в 2000 году выросли. Николай их прода-

вал по этим высоким ценам. А в 2002 цена снизилась до 29,39. Николай докупил акции. Опять навар. Продал дорого, а купил дешевле.

И так все время. В кризис 2008 года, например, Николай продал немного золота и докупил аж 93 акции сразу. Уж очень они тогда дешево стоили. И у него за один год акций стало вместо 77 сразу 170 штук. А на следующий год они выросли сразу втрое. Он и продал сразу 49 штук. Опять выгода.

Но он все это ведь не специально так придумал. Он просто выравнивал золото с акциями. Это он уже потом понял, что его привычка все выравнивать и его стремление к порядку так сильно ему помогли хорошо заработать и обоих своих друзей обогнать.

Вот и получалось, что, все время выравнивая золото и акции по сумме, Николай очень правильно делал. И колебания в его богатстве не такие большие получались, и доход рос прилично за счет того, что продавал-то он дорого, а покупал дешево. А золото и акции не всегда ведь в одно время дорожают и дешевеют. Бывает, конечно, что и в одно время, но иногда бывает и так, что одно вырастет, а другое снизится в цене. Вот тут-то Николай свою дополнительную прибыль и зарабатывал. Так получается! И результат такой хороший в итоге.

Валентина Ивановна, которая за эти годы уже несколько раз на курсы инвестиционных консультантов от своего банка съездила, сказала Николаю, что коэффициент корреляции между золотом и акциями AmEx за эти 20 лет составил 0,567. Вот этого Николай не понял и попросил объяснить.

Валентина Ивановна сказала, что вообще этот коэффициент самое большее может быть единицей, а самое малое — минус единицей. И чем меньше этот коэффициент, тем больше «вразнобой» растут или снижаются те два актива («активы» — это она про золото и акции так по-научному сказала), для которых она всегда умеет коэффициент корреляции вычислить. И это значит, что если, как у Николая, оба эти актива имеются, то в сумме колебания общего дохода могут быть даже меньше, чем у каждого из активов по отдельности.

Очень понравился Николаю свой результат. Пожалел он, что не может в своей Зюкайке на инвестиционные курсы пойти, нет у них таких курсов, только курсы механизаторов есть. А жаль. Может, в Пермь поехать?

Вот на этом нашей сказке конец. А кто слушал — молодец.



Шаг 48. КАК СНИЗИТЬ РИСК ПОРТФЕЛЯ?

В этой сказке как раз и спрятан тот дополнительный смысл портфельного инвестирования, который, возможно, не до конца понимал автор написанного три тысячи лет назад текста эпиграфа к этой главе. Здесь же и ответ на вопрос, почему не останавливаться только на самых доходных инструментах — акциях, почему иногда стоит еще и золото, и облигации в портфель включать. Мы наглядно увидели, что при наличии двух инструментов в портфеле результат может опережать по доходности каждый из них, а волатильность («колеблемость», измеряемая стандартным отклонением) может иногда оказаться даже меньше каждого из них. Я думаю, все понимают, что, несмотря на фантастичность сюжета, все цифры в «Сказке» являются реальными.

Этот неожиданный результат настолько важен для инвестора, что мы никак не можем пройти мимо него без подробного разбора. Как же так получается, и что надо делать для повторения подобных «чудес», которые мы увидели на примере портфеля Николая. Нам просто необходимо разобраться с этим. Получается, что портфель из разных ценных бумаг по своим свойствам может оказаться лучше, чем каждая из бумаг в портфеле. Что портфель, получается, живет своей жизнью, отличной от жизни входящих в него активов.

И еще очень важный вопрос: будет ли такое замечательное свойство портфеля повторяться всегда, или это была случайность?

Давайте по порядку. Мы столкнулись сразу с двумя интересными эффектами:

1) Стандартное отклонение (СО) портфеля из двух разных активов (золото и акция АХР) может оказаться меньше, чем СО у каждого из них в отдельности. То есть риск портфеля из двух активов может оказаться ниже, чем риск каждого из этих активов в отдельности. В нашем примере так не получилось, у Николая СО оказалось лишь немного меньше, чем среднее СО между тем, что у Петра и что у Василия. Но Гарри Марковиц доказал, что может быть и меньше обоих, и даже вообще нулевым. И мы скоро в этом убедимся.

2) Доходность портфеля оказалась выше, чем у каждого из входящих в портфель активов.

Это кажется странным, поскольку на первый взгляд и доходность, и СО должны оказаться какими-то средними между этими значениями у активов, из которых портфель составлен.

Пойдем шаг за шагом. Сначала разберемся со стандартным отклонением.

Именно в своей знаменитой статье 1952 года Гарри Марковиц и доказал строго, что портфель, составленный из нескольких разных активов, имеет лучшее по величине стандартное отклонение, чем входящие в него активы (точнее, СО портфеля всегда не хуже среднего СО его элементов).

Допустим, что портфель состоит из двух активов. Причем и средняя доходность, и СО у обоих активов одинаковы. Каково будет СО у всего портфеля? На первый взгляд, такое же, как и у входящих в него активов. Но этот первый взгляд неверен.

Итак, в нашем портфеле два актива: **Первый актив** и **Второй актив**. Причем этих активов в портфеле поровну, на равные суммы. Это может быть что угодно. Например, акции компании ХХХ и акции компании УУУ. Или акции ЕТФ, который копирует индекс S&P 500, и акции фонда недвижимости в Австралии. Допустим, среднегодовая доходность этих двух активов одинакова: 5 % в год. И стандартное отклонение (напомню, измеряет риск, «колеблемость» годового дохода, см. Шаг 16) тоже одинаковое — 1,8 % у каждого из этих двух активов. А реальные доходности обоих активов за 10 лет и всего портфеля показаны в таблице:

Таблица 5.4.

Два актива в портфеле. Вариант 1

Годы	Годовая доходность		
	1-й актив	2-й актив	Портфель
1	4 %	6 %	5 %
2	7 %	3 %	5 %
3	4 %	6 %	5 %
4	6 %	4 %	5 %
5	3 %	7 %	5 %
6	6 %	4 %	5 %
7	2 %	8 %	5 %
8	8 %	2 %	5 %
9	4 %	6 %	5 %
10	6 %	4 %	5 %
Средняя	5 %	5 %	5 %
СО	1,8 %	1,8 %	0,0 %

Получается, что, несмотря на то, что годовая доходность и первого и второго актива год от года меняется, доходность всего портфеля из года в год всегда одинакова, составляет ровно 5 %. То есть, доходность всего портфеля вообще не колеблется. Риска нет, поэтому стандартное отклонение для портфеля равно нулю. Нет никаких отклонений от среднего значения дохода в любой год. Год прошел — 5 % прибавилось, еще год — еще 5 %. Хорошо бы иметь такой портфель, да? Как же так получилось, что у нас портфель вообще без риска, хотя он составлен из рискованных активов?

Присмотримся. В первый год доходность первого актива была 4 % годовых, это на 1 % меньше его среднегодовой доходности. В этот же год доходность второго актива оказалась 6 %, на 1 % выше его среднегодовой доходности. Поэтому в целом для портфеля, в котором половину составляет актив 1, а другую половину — актив 2, доходность получилась средняя между ними, ровно 5 %. И так было во все годы: когда доходность одного актива отклоняется от средней доходности в одну сторону, доходность

другого актива отклоняется от средней на столько же процентов в другую сторону. В результате доходность всего портфеля вообще не отклоняется от среднего значения.

Мне скажут, что в жизни такого, вероятно, не бывает. А если бывает, то очень редко. Это верно. Но прежде чем обсудить, как бывает в жизни, давайте рассмотрим еще один условный пример.

Таблица 5.5.

Два актива в портфеле. Вариант 2

Годы	Годовая доходность		
	1-й актив	2-й актив	Портфель
1	4 %	4 %	5 %
2	7 %	7 %	5 %
3	4 %	4 %	5 %
4	6 %	6 %	5 %
5	3 %	3 %	5 %
6	6 %	6 %	5 %
7	2 %	2 %	5 %
8	8 %	8 %	5 %
9	4 %	4 %	5 %
10	6 %	6 %	5 %
Средняя	5 %	5 %	5 %
CO	1,8 %	1,8 %	1,8 %

В этом случае все происходит наоборот. В первый год первый актив показал доходность 4 % годовых, на один процент меньше, чем его среднегодовая доходность. И второй актив показал в этот год доходность на один процент ниже, чем его среднегодовая доходность. Во второй год доходность первого актива превысила среднегодовую доходность на 2 % (составила 7 % годовых), то же произошло и с доходностью второго актива. И так из года в год. Поэтому доходность всего портфеля колеблется в этом примере точно так же, как и доходность составляющих его активов. CO портфеля в этом случае — 1,8 %. Здесь риск портфеля оказывается таким же, как и риск каждого из составляющих активов. В этом случае нам не удалось снизить риск за счет объединения двух активов.

Понятно, что инвестор должен стремиться к включению в портфель таких активов, как в первом примере, а не как во втором.

Теперь от условных примеров перейдем к реальности. Разумеется, в чистом виде таких случаев, какие показаны в вариантах 1 и 2, в реальной жизни не сыскать. В реальности бывают какие-то промежуточные варианты: в какие-то годы колебания доходностей двух активов происходят синхронно или почти синхронно, а в какие-то другие годы, наоборот: в тот год, когда один актив сильно растет, другой актив имеет сниженный рост.

В математике известна величина, которая показывает, насколько синхронно — или, наоборот, в противофазе — колеблются доходности любых двух активов. Называется эта величина **коэффициентом корреляции**. Я не буду приводить здесь формулу вычисления коэффициента корреляции (по той же причине, по которой я не приводил формулу для стандартного отклонения — не все читатели являются математиками). Но ваш Excel знает эту формулу и умеет вычислять этот коэффициент. Google в помощь, если вы не умеете задать формулу корреляции. Понятно, что здесь для вычислений надо задать два ряда чисел: для доходности по годам одного и другого актива. И Excel подсчитает, насколько синхронно или асинхронно колеблются доходности этих двух активов.

В первом из наших примеров коэффициент корреляции равен -1. Это наименьшее возможное значение коэффициента. Такое значение коэффициента означает, что рост данных двух активов происходит строго в противофазе. Портфель, в котором находятся такие два актива, будет иметь меньшее СО, чем среднее СО каждого из активов. Соответственно, риск такого портфеля ниже, чем риск каждого из активов, из которых этот портфель составлен. А если эти активы входят в портфель поровну, то риск всего портфеля вообще получается нулевой.

Во втором примере коэффициент корреляции равен 1. И это самое большое значение коэффициента. Такое значение означает, что рост данных двух активов происходит строго синхронно. Портфель, в котором такие два актива, будет иметь то же самое СО, что и каждый из активов. Соответственно, риск

такого портфеля будет средним по отношению к рискам каждого из активов, из которых этот портфель составлен. Если эти активы входят в портфель поровну, то риск всего портфеля вообще получается точно такой, как и у двух входящих в портфель активов (если у них одинаковое CO).

В реальной инвестиционной практике никому не встречаются крайние случаи, которые мы привели в этих условных примерах. Чаще всего коэффициент корреляции принимает значение между минус единицей и единицей. Например, часто реальная годовая доходность двух активов ведет себя, как в примере, указанном в таблице 5.6:

Таблица 5.6.

Два актива в портфеле. Вариант 3

Годы	S&P 500		BND	
	Значение	Рост	Значение	Рост
2007	1527		10000	
2008	1323	–13,4 %	10710	7,1 %
2009	798	–39,7 %	11466	7,1 %
2010	1169	46,5 %	12658	10,4 %
2011	1325	13,3 %	13016	2,8 %
2012	1408	6,3 %	13979	7,4 %
2013	1569	11,4 %	13596	–2,7 %
2014	1872	19,3 %	14212	4,5 %
2015	2067	10,4 %	14554	2,4 %
2016	2059	–0,4 %	15451	6,2 %
2017	2363	14,8 %	15374	–0,5 %
Среднее		6,9 %		4,5 %
CO		21,2 %		3,8 %

Здесь портфель состоит из двух активов: S&P 500 и BND (Vanguard Total Bond Market — общий рынок облигаций). Коэффициент корреляции между ними –0,05. Нулевое или близкое к нулю значение коэффициента корреляции означает отсутствие корреляции между доходностью этих двух активов, ни положительной, ни отрицательной связи между ними нет. Действительно,

например, в 2008 и 2009 годах, когда рынок акций (S&P 500) резко падал (доходность была отрицательной), рынок облигаций рос темпами (7,1 %), превышающими его средние значения роста (4,5 %). А в 2010 году, когда рынок акций показал очень большой рост (46,5 %), рынок облигаций тоже рос очень высокими темпами: 10,4 %, — что явилось рекордным показателем роста для облигаций. Поэтому связь между ростом этих двух активов отсутствует.

Но даже включение в портфель таких двух активов, между которыми коэффициент корреляции равен нулю, все равно уменьшает волатильность портфеля, поскольку, пусть не всегда, но хотя бы в некоторые годы, падение стоимости одного актива компенсируется ростом другого и наоборот. В приведенном примере так было, например, в годы 2008 и 2009. Конечно, так будет не в каждый год, ведь в данном случае коэффициент корреляции не -1 , а около нуля. Но иногда, в некоторые годы, будет и так происходить, что просадка по одному активу будет скомпенсирована сильным ростом другого актива. Что нам на руку: наш портфель будет расти более равномерно.

Итак, подведем промежуточные итоги.

1. Если коэффициент корреляции доходности двух активов равен единице или близок к единице (скажем, 0,9 или 0,95), то доходности этих двух активов колеблются синхронно или почти синхронно. В этом случае включение этих двух активов в портфель не позволит инвестору компенсировать колебания одного актива за счет колебаний другого (если у одного актива серьезное падение, то и у другого, скорее всего, тоже серьезное падение).
2. Если коэффициент корреляции между значениями доходности двух активов равен минус единице или близок к минус единице (скажем, $-0,9$ или $-0,95$), то доходности этих двух активов колеблются в противофазе или почти в противофазе: когда доходность одного актива очень высока, то доходность другого актива, скорее всего, очень низка. В этом случае включение этих двух активов

в портфель позволит инвестору компенсировать колебания одного актива за счет колебаний другого (если у одного актива серьезное падение, то у другого, наоборот, скорее всего, особо большой рост). В результате СО всего портфеля окажется меньше, чем у входящих в портфель активов. Рост всего портфеля будет более спокойным, более равномерным. Риск будет меньше.

3. Инвестору выгодно включать в портфель активы с максимально низким коэффициентом корреляции. Тогда доходность его портфеля будет более стабильной по сравнению с колебаниями доходности входящих в портфель активов. Другими словами, стандартное отклонение (СО) портфеля будет в этом случае меньше, чем среднее СО активов, из которых портфель составлен. Еще другими словами: риск портфеля будет в этом случае ниже, чем средний риск входящих в портфель активов.
4. Если же коэффициент корреляции равен нулю или близок к нулю (например, 0,1 или -0,1), то колебания одного актива никак не влияют на колебания другого актива. В этом случае существенное снижение доходности одного актива может иногда совпасть со снижением доходности другого, а может и не совпасть, и снижение доходности одного, наоборот, совпадет с ростом другого. В этом случае хотя бы иногда случайным образом может получиться, что колебания доходностей компенсируют друг друга, а иногда — нет. Но все равно, в этом случае СО (и риск) портфеля будет поменьше, чем риск его активов по отдельности. Особенно хорошо, когда в портфеле не два, а три-четыре актива, между которыми все попарные корреляции близки к нулю или хотя бы не очень большие. Тогда не один, так другой актив, возможно, покроет провалы в доходности третьего актива.

Кажется, мы поняли, как составлять портфель, чтобы он приносил нам из года в год довольно стабильный доход. Надо включать в него активы с возможно меньшим коэффициентом корреляции. И желательно — несколько таких активов.

Тут возникает еще такой вопрос. Мы можем рассчитать (Excel нам поможет) коэффициент корреляции только на данных прошлых лет. А будет ли этот коэффициент таким же и в будущем?

Давайте проверим. Вернемся к «Сказке». Там было два актива: золото и акции компании American Express (AXP). Вот как вели себя цены и доходности этих двух активов в период с 1995 по 2015 годы, пока друзья из «Сказки» ими владели:

Таблица 5.7.

Динамика активов «Золото» и «Акции AXP»

Год	Актив 1: золото		Актив 2: акция AXP	
	Значение	Рост	Значение	Рост
1995	388		2 007	
1996	370	–4,6 %	2 912	45,1 %
1997	289	–21,9 %	4 020	38,1 %
1998	291	0,7 %	4 874	21,2 %
1999	284	–2,4 %	6 057	24,3 %
2000	272	–4,2 %	5 985	–1,2 %
2001	276	1,5 %	5 020	–16,1 %
2002	335	21,4 %	4 670	–7,0 %
2003	409	22,1 %	7 455	59,6 %
2004	444	8,6 %	7 615	2,1 %
2005	511	15,1 %	8 716	14,5 %
2006	632	23,7 %	9 282	6,5 %
2007	812	28,5 %	7 016	–24,4 %
2008	826	1,7 %	2 169	–69,1 %
2009	1 132	37,0 %	6 921	219,1 %
2010	1 391	22,9 %	7 791	12,6 %
2011	1 643	18,1 %	9 538	22,4 %
2012	1 686	2,6 %	11 311	18,6 %
2013	1 223	–27,5 %	16 691	47,6 %
2014	1 200	–1,9 %	15 085	–9,6 %
2015	1 069	–10,9 %	10 494	–30,4 %
Средний рост		5,2 %	8,6 %	
CO		16,0 %	54,5 %	

Если бы Николай, который владел обоими активами, мог прочитать эту книжку в 2005 году, то, возможно, он захотел бы рассчитать коэффициент корреляции между золотом и акциями АХР, чтобы понять, удастся ли и — главное — удастся ли ему в будущем иметь портфель с достаточно стабильной доходностью, которая не сильно колеблется год от года. У него к 2005 году было уже 10 лет владения, и он знает, какими были цены на его активы в течение прошлых десяти лет. Если он рассчитал в начале 2006 коэффициент корреляции на основании прошлых данных за 1995–2005 годы, то он получил значение $-0,11$. «Отлично», — сказал себе, вероятно, Николай! Отрицательный коэффициент означает, что колебания доходности моих активов, пусть не всегда, но будут гасить друг друга, поскольку активы колеблются совсем не синхронно.

Прошло еще десять лет. В 2015 году Николай опять решил рассчитать коэффициент корреляции уже за 2006–2015 годы. И... получил значение $0,39$. Во-первых, не отрицательное, а положительное. А кроме того, не такое уж маленькое. То есть, эти же активы на данном десятилетии колеблются гораздо более синхронно, чем 10 лет назад. Значит, мы не можем ничего сказать о том, каков будет в будущем коэффициент корреляции между активами в нашем портфеле на основании его вычисления за предыдущий период?

И так всегда будет происходить, или это просто досадная случайность?

Да, довольно часто так и будет происходить во многих других случаях.

Примечание для пытливых читателей. Эта нестабильность коэффициента корреляции происходит по двум причинам: 1) Десять пар значений для двух показателей — это очень малое число для точного расчета коэффициента корреляции. Для инвестора 10 лет — это очень большой срок, а для расчета корреляции — очень маленький. Погрешность получается большой, и в результате вычисленный коэффициент неточен. 2) Сами свойства активов меняются со временем. Как говорят, рынок меняется со временем. Если касаться этой

темы — изменения самого рынка, — то мы уйдем в длинный и непростой разговор. Мы его не будем сейчас затевать. Мы об этом поговорим отдельно. Но, если кратко, то основная причина состоит в том, что инвесторы обучаются с течением времени и начинают вести себя немного по-другому. А рынок — это и есть совокупность всех инвесторов, со всеми их умелостями, страхами и пристрастиями.

Тогда зачем мы все это изучали? Что нам толку от этого коэффициента корреляции?

И все же смысл есть. Давайте задумаемся: когда у нас получаются коэффициенты корреляции 1 или -1, почему это происходит? Это же не может быть просто случайно: один актив вырос в цене в два раза, и другой вырос в два раза, один снизился на 20 %, и другой снизился на 20 %. Должна же быть какая-то **причина**. То же самое, если активы колеблются в противофазе: один вырос на 30 %, а второй упал на 30 % и наоборот. Почему так? Должна быть какая-то **логическая связь** между этими активами, раз мы наблюдаем такое явление.

Вот пример. Допустим, рынок акций (который мы будем измерять индексом S&P 500) рухнул в два раза. Кризис. Что будет происходить с золотом? Точно сказать не берусь, но если такой кризис продолжается достаточно долго, полгода-год, и падение сильное, на 50 % или больше, и это происходит не в одной стране, а по всему миру, то с очень большой вероятностью можно ожидать роста цены золота в этот период. Почему? Потому что многие инвесторы в период таких катаклизмов продают ставшие очень рискованными акции и вкладывают освободившиеся деньги во что-то более надежное. Многие выбирают золото. Поскольку в такие периоды акции многие хотят продать, а золото многие хотят купить, то акции падают в цене, а золото растет в цене. Именно такое явление и наблюдается в период глубоких и относительно длинных кризисов. Итак, корреляция между ценой золота и индексом акций отрицательна по своей сути. Потому, что есть **содержательная причина** этого, а не просто потому, что такой коэффициент получился при вычислении. Причина в самой сути этих двух активов — вот это и есть именно то сооб-

ражение, которое дает нам основание считать, что коэффициент корреляции при наличии причинной связи будет отрицательным и в будущем. И поэтому включение золота в портфель имеет смысл. Даже без расчета конкретного коэффициента корреляции золота с индексом акций на конкретном периоде, чисто из логических соображений понятно, что во времена глубоких экономических кризисов, когда все акции пойдут вниз в цене, золото в вашем портфеле частично сгладит ваши потери на акциях.

То же можно сказать и о недвижимости, например. Механизм тот же.

А вот, скажем, акции компании Facebook и акции компании Alphabet (Google), скорее всего, имеют очень высокий коэффициент корреляции, близкий к единице. Это можно сказать, даже не измеряя его. Просто потому, что обе эти компании относятся к сектору высокотехнологичного интернет-сервиса. И если у инвесторов возникнет какое-то предубеждение к интернет-компаниям (как это было в 2000–2002 годах), то обе эти компании покажут снижение цен. И наоборот, рост цен одной компании часто будет соответствовать росту цен другой. Впрочем, лучше просто взглянуть на графики цен акций этих двух компаний:



График 5.1. Цены акций GOOGL за три года



График 5.2. Цены акций FB за три года

Правда, очень похожие друг на друга графики? Очевидно, что коэффициент корреляции этих двух активов очень высок. Даже без его измерения, просто по графикам видно, что рост или снижение цен акций одной компании часто сопровождается почти таким же ростом или снижением цен другой компании. Здесь мы наглядно видим, что значит коэффициент корреляции, близкий к единице.

Если наш портфель состоит только из этих двух активов, то это мало изменит риск портфеля по сравнению с тем, как если бы мы владели только одним из них: только акциями GOOGL или только акциями FB.

Итак, мы сумели ответить на первый вопрос. Портфель, составленный из нескольких активов, между которыми коэффициент корреляции меньше единицы (и чем меньше, тем лучше), имеет меньший риск и будет расти более равномерно, чем сами активы, входящие в этот портфель. Но поскольку коэффициент корреляции постоянно меняется, лучше ориентироваться на причинную связь между входящими в портфель активами. Если вы измерили коэффициент корреляции, и он небольшой, а кроме того, вы видите причину связи этих активов, по которой он и в будущем будет невелик, то такие активы стоит рассмотреть на предмет включения в ваш портфель.

Шаг 49. РЕБАЛАНСИРОВКА

А теперь попробуем разобраться со вторым вопросом. У Николая получилось, что он заработал больше, чем его друзья. И Николай (молодец, самостоятельно разобрался с непростой загадкой) сам уже понял, почему это случилось. Это из-за его склонности к порядку. Он каждый год выравнивал доли портфеля, которые вложены в каждый из его активов, приводя их к исходным пропорциям. Так же советует поступать и Современная Портфельная Теория (МРТ). Называет она это действие не выравниванием, а ребалансировкой, что, в общем-то, означает то же самое. В качестве причины, почему эту процедуру необходимо проводить, МРТ, как это ни покажется странным, называет не возможность получить более высокую прибыль, а совсем другое соображение.

Дело в том, что активы, входящие в ваш портфель, имеют разный уровень риска (разное CO).

Если цена одного из активов через год, допустим, возросла, то его доля в портфеле увеличилась. А цена другого актива, допустим, уменьшилась. Значит, его доля в портфеле уменьшилась. Тогда получается, что пропорции этих двух активов в портфеле изменились. Было 50/50, например. А стало, например, 60/40. Вы спросите: «Ну и что?» А вот что: допустим, первый актив был более рискованным, а его доля в портфеле выросла. Значит, и весь портфель стал более рискованным. Если вы никогда не будете выравнивать доли, не будете приводить их к тому, что у вас изначально было, то со временем может получиться так, что риск вашего портфеля выйдет далеко за пределы того уровня колебаний, который вы психологически можете спокойно пережить. Снижение объемов ваших инвестиций в неко-

торые моменты времени будет для вас психологически непереносимым. Вот для того, чтобы этого не случилось, портфельная теория и предлагает время от времени выравнивать пропорции ваших активов, приводя их к тем значениям, которые были у вас в самом начале.

Да, но нас-то интересует та возможность заработать дополнительную прибыль, которая получилась у Николая. Наш вопрос состоял в том, будет ли такое приятное явление, как получение дополнительной прибыли от ребалансировки, происходить всегда?

К сожалению, ответ — нет. Иногда такое будет случаться, а иногда нет.

Попробуем разобраться, когда ребалансировка портфеля не приведет к получению инвестором дополнительной прибыли, а наоборот, породит дополнительные убытки. Рассмотрим несколько примеров.

Пример 1

Совсем простой случай. У вас есть два актива в портфеле. По 50 % ваших средств вложено в каждый из них. Через год первый актив вырос в цене, а второй — уменьшился. Вы проводите ребалансировку: продаете часть первого актива (по более высокой цене) и покупаете на полученные деньги актив № 2 по более низкой цене. Проходит еще год. Первый актив еще вырос в цене, а второй — опять уменьшился. Вы опять продаете немного актива № 1 и покупаете актив № 2. И так происходит подряд все 10 лет, на которые вы инвестируете. Актив 1 все время растет в цене, а актив 2 все время снижается. Что будет в конце этого процесса? Получается, что вы все время перекачивали деньги из хорошего актива, который постоянно рос, в плохой, который только падал. Ваш результат будет в этом случае хуже, чем если бы вы не проводили ребалансировку.

Пример 2

Немного более сложный случай. Допустим, у вас в портфеле два актива. Их цены по годам меняются так, как это изображено в таблице:

Таблица 5.8.

Цены активов по годам.

Год	Актив 1	Прирост (%)	Актив 2	Прирост (%)
1	15		10	
2	12	–20,0 %	12	20,0 %
3	14	16,7 %	15	25,0 %
4	10	–28,6 %	12	–20,0 %
5	12	20,0 %	14	16,7 %
6	9	–25,0 %	17	21,4 %
7	7	–22,2 %	15	–11,8 %
8	10	42,9 %	17	13,3 %
9	7	–30,0 %	19	11,8 %
10	6	–14,3 %	18	–5,3 %
Среднегодовой рост		–6,7 %	7,9 %	

Мы видим, что хотя и первый, и второй актив имели в отдельные годы и приросты, и падения, но в итоге цена первого актива снизилась, а второго — выросла. Если инвестор вложил одинаковые суммы в эти два актива, скажем, по 1500 в каждый, то он купил 100 единиц актива 1 и 150 единиц актива 2. Если он затем в течение 10 лет ничего не делал и не проводил ребалансировку, то в конце процесса у него будет $6 \times 100 = 600$ актива 1 и $18 \times 150 = 2700$ актива 2. Всего его портфель будет стоить $600 + 2700 = 3300$.

А если он проводит ребалансировку ежегодно, то его история выглядит так:

Таблица 5.9.

Ребалансировка может приводить к убыткам

Год	Цена актива 1	Прирост (%)	штук	сумма	Цена актива 2	Прирост (%)	штук	сумма	Всего
1	15		100,0	1 500,0	10		150,0	1 500,0	3 000,0
2	12	–20,0%	100,0	1 200,0	12	20,0	150,0	1 800,0	3 000,0
выровнять	12		125,0	1 500,0	12		125,0	1 500,0	3 000,0
3	14	16,7%	125,0	1 750,0	15	25,0%	125,0	1 875,0	3 625,0
выровнять	14		129,5	1 812,5	15		120,8	1 812,5	3 625,0

окончание табл. 5.9

Год	Цена актива 1	Прирост (%)	штук	сумма	Цена актива 2	Прирост (%)	штук	сумма	Всего
4	10	-28,6%	129,5	1 294,6	12	-20,0%	120,8	1 450,0	2 744,6
выровнять	10		137,2	1 372,3	12		114,4	1 372,3	2 744,6
5	12	20,0%	137,2	1 646,8	14	16,7%	114,4	1 601,0	3 247,8
выровнять	12		135,3	1 623,8	14		116,0	1 624,0	3 247,8
6	9	-25,0%	135,3	1 623,8	14	21,4%	116,0	1 972,0	3 189,9
выровнять	9		177,2	1 595,0	17		93,8	1 595,0	3 190,0
7	7	-22,2%	177,2	1 240,5	15	-11,8%	93,8	1 407,4	2 647,9
выровнять	7		189,1	1 324,0	15		88,3	1 323,9	2 647,9
8	10	42,9%	189,1	1 891,4	17	13,3%	88,3	1 500,4	3 391,8
выровнять	10		169,6	1 695,9	17		99,8	1 695,9	3 391,8
9	7	-30,0%	169,6	1 187,1	19	11,8%	99,8	1 895,4	3 082,6
выровнять	7		169,6	1 187,1	19		99,8	1 895,4	3 082,6
10	6	-14,3%	169,6	1 017,5	18	-5,3%	99,8	1 795,7	2 813,2
выровнять	6		234,4	1 406,6	18		78,1	1 406,6	2 813,2

Как видим, в итоге через 10 лет его портфель стоит 2813,2, меньше, чем у него было вначале, и меньше, чем у него бы было, если бы он ребалансировку не проводил вовсе.

Если кому-то показалось, что так происходит только потому, что в обоих примерах один актив все же снижался в цене, а вырос в итоге только второй актив, то следует заметить, что дело не только в этом. Можно доказать, что и в том случае, когда оба актива растут, ребалансировка может не улучшать, а ухудшать результат. Это будет, например, происходить, если активы растут очень разными темпами. Например, один актив растет в среднем на 2 % в год, а другой на 12 %. Через достаточно большой промежуток времени разница в стоимости этих двух активов станет столь существенной, что ребалансировка — перелив денег в актив, который растет существенно более низкими темпами — будет только ухудшать общий инвестиционный результат.

Итак, мы пришли к неутешительному выводу: ребалансировка не обязательно приводит к положительному результату, доходность в результате ребалансировки может как возрастать, так

и снижаться по сравнению с вариантом, когда ребалансировка не проводится.

Замечание 1. Я сейчас выскажу то, чего доказать не могу. Поэтому прошу отнестись к этому высказыванию предельно осторожно (помним Правило № 1). В большинстве практических случаев, особенно когда вы имеете дело с ETF, копирующими индексы, и когда вы инвестируете на долгий срок, ребалансировка будет играть вам на руку, вы будете чаще получать положительный результат (дополнительный доход) от ребалансировки, чем отрицательный. Но гарантий этого нет.

Замечание 2. Надо иметь в виду, что при ребалансировке инвестор продает активы, выросшие в цене. При этом он часто получает прибыль. А с прибыли надо платить налоги. Ежегодная продажа не позволяет инвестору использовать то преимущество, которое обсуждалось на Шаге 1.8. — возможность отсрочить уплату налога на прибыль, поскольку с нереализованной прибыли налоги не платятся, — при продаже с прибылью надо будет платить налог. Вот почему не обязательно делать ребалансировку ежегодно. Посмотрите, если пропорции портфеля изменились не очень сильно, может быть, стоит пропустить этот год и не делать ребалансировку.

Замечание 3. Мы в примерах на этом шаге делали ребалансировку только одним способом: продавали один актив и на полученные деньги покупали другой актив. Для тех инвесторов, которые пополняют свой инвестиционный фонд постоянно, можно предложить и другой вариант. Можно восстанавливать баланс, покупая актив, доля которого снизилась, за счет дополнительных денег, которые вы добавили на свой инвестиционный счет в текущем году. В этом случае вы не должны платить налог на прибыль при ребалансировке, поскольку вы не продаете выросший в цене актив. Ваша прибыль от роста актива осталась в этом случае нереализованной. А она не облагается налогом.

Шаг 50. А МОЖНО ИМЕТЬ ВЫСОКУЮ ДОХОДНОСТЬ С НИЗКИМ РИСКОМ?

Сейчас мы уже знаем и понимаем смысл всех трех вероятностных характеристик поведения цен активов во времени, которые нужны инвестору для построения разумного инвестиционного портфеля, такого портфеля, который позволит ему реализовать свои инвестиционные цели. Первые две характеристики относятся к каждому из активов портфеля. Они характеризуют каждый актив сам по себе, отдельно от других активов:

— **Среднегодовая доходность** (другое название — математическое ожидание дохода). Рассчитывается по формуле сложных процентов (кто забыл — посмотрите на Шаге 34). Показывает, на сколько в среднем рос (или снижался) данный актив ежегодно на длинном отрезке времени. Инвестор заинтересован в максимально высоком значении этого показателя. Мы уже знаем, что лидерами по среднегодовому росту по сравнению с другими видами ценных бумаг являются акции.

— **Стандартное отклонение (СО)**. Формулу расчета этого показателя мы не знаем, но ее знает Excel, а мы умеем им пользоваться. Стандартное отклонение показывает, как сильно в отдельные годы доходность будет отклоняться от своего среднего значения. Если мы выделим полосу значений: от среднегодовой доходности минус СО до среднегодовой доходности плюс СО, то в среднем четыре года из каждых шести лет конкретное значение годовой доходности будет попадать внутрь этой полосы, примерно в один год из шести лет доходность будет выше верхней границы, а один год из шести — ниже ниж-

ней границы. CO, таким образом, как раз и показывает риск актива. Чем меньше CO, тем лучше, поскольку рост актива является более стабильным из года в год, а риск инвестиций в этот актив, соответственно, ниже. К сожалению, акции, которые дают нам высокую доходность, дают также и высокий риск, CO у них выше, чем у других инвестиционных инструментов.

Последняя характеристика, которую мы недавно изучили, относится не к одному, а к паре активов.

— **Корреляция.** Формулу расчета корреляции тоже знает Excel. Корреляция — это важная характеристика, которая позволяет иногда даже из активов, которые имеют большой риск (большое CO), построить портфель с небольшим риском (маленьким CO для всего портфеля в целом). Так будет, если корреляция между парами активов невелика: чем меньше, чем лучше, а желательно, чтобы CO было отрицательным. К сожалению, это бывает не так часто.

Теперь попробуем ответить на вопрос в заголовке этого шага. Риск — это то, что ненавидит каждый инвестор. Никого не радует, когда стоимость его инвестиционного портфеля снижается. Любой инвестор хочет, чтобы его портфель только рос, причем рос постоянно и без провалов. Но при этом каждый инвестор также очень хочет, чтобы темпы роста его инвестиций были максимальными. Можно ли соединить одно с другим?

Мы обсуждали в Главе 3, что, вообще-то, одно мешает другому: высокий средний рост связан с высоким риском. Причем мы отметили, что это нерушимый закон. Ведь если два актива имеют одинаковую доходность, но разный риск, то все инвесторы предпочтут тот актив, который имеет меньший риск. Такое поведение инвесторов сразу поднимет цену актива с меньшим риском. И его доходность (отдача на каждый доллар, вложенный в него при покупке) от этого уменьшится. В результате получится, что актив с меньшим риском станет также и менее доходным.

Воспроизведем табличку среднего роста разных классов активов, которая приводилась в Главе 3.

Таблица 5.10.

Доходности и стандартные отклонения основных видов ценных бумаг

Совокупная доходность инвестиционных инструментов
за 1926–1998 годы

Инструмент	Среднегодовая доходность	Стандартное отклонение
Акции крупных компаний США	11,20 %	20,30 %
Акции малых компаний США	12,40 %	33,80 %
Долгосрочные корпоративные облигации	5,80 %	8,30 %
Казначейские векселя	3,80 %	3,20 %

Отчетливо проступает закон: больше доходность — больше риск (больше СО). Причем можно даже заметить, что за каждый дополнительный процент среднегодового дохода приходится «платить» примерно 2,5–3 % увеличения стандартного отклонения (правда, с акциями малых компаний это оказалось не так).

Так что же, на вопрос в заголовке придется дать отрицательный ответ? К счастью, нет. Есть приемы, которые позволяют снизить риск даже весьма доходных инвестиций. Давайте начнем с реально высокодоходных активов — акций. Их еще называют долевыми ценными бумагами, чтобы подчеркнуть, что они фиксируют долю инвестора в бизнесе.

Среднегодовая инфляция в США составляет примерно 3 %, а среднегодовая инфляция в России превышает темпы роста доллара к рублю примерно на 3,5–5 % в среднем (на довольно больших временных интервалах). Поэтому и для жителя США, и для тех жителей России, кто инвестирует в основном в долларах, ни казначейские векселя, ни корпоративные облигации не представляют большого интереса с точки зрения стратегии «накопить в реальных ценах». Они могут представлять интерес только для людей, имеющих цель «сохранить в реальных ценах» (компенсировать инфляцию). Поэтому мы сначала сосредоточимся на акциях. А потом уже обсудим целесообразность включения в портфель других классов инвестиционных инструментов.

Наша цель сейчас состоит в том, чтобы высокую доходность акций сочетать по возможности с меньшим риском, который сопряжен с владением акциями. Возможно ли это? Кое-что можно сделать. Сейчас мы обсудим приемы, которые предлагает теория для снижения инвестиционного риска.

1. Работайте с НЦБ

Не работайте с единичными ценными бумагами даже очень хороших эмитентов, включайте в свой портфель сразу несколько ценных бумаг одного класса (акций). Формируйте набор ценных бумаг (НЦБ). Вы можете включить в свой портфель акции ETF, копирующие какой-то индекс, или включить в портфель акции (доли) индексного взаимного фонда. В этом случае при покупке даже одной акции фонда вы, по сути, покупаете набор из нескольких сотен ценных бумаг разных эмитентов. Если же вы решили включить в свой портфель одиночные акции понравившихся вам компаний, включайте акции не одной, пусть даже очень хорошей компании, а акции 10–20–30 компаний. В этом случае вы убережете себя от краха при ошибках или неожиданностях, которые всегда случаются. Ведь будущее компаний не полностью известно. У каждой компании могут возникнуть внезапные проблемы. Если у вас в портфеле акции только этой компании, то такие неожиданности могут серьезно повредить и вашему будущему тоже. Если же эта компания лишь одна из 10–20 компаний, акции которых вы держите в своем портфеле, то ее проблемы не так существенно скажутся на вашем суммарном благосостоянии.

Однако при этом надо иметь в виду, что, как говорят биржевые игроки: «Прилив поднимает все лодки». Когда рынок идет вверх, то акции многих компаний в вашем пакете тоже будут расти в цене. И наоборот, когда рынок снижается, также будут снижаться и цены большинства компаний в вашем пакете. Мы теперь уже знаем, что такое свойство означает математически: это означает, что коэффициенты попарной корреляции акций в вашем наборе будут довольно высокими. Поэтому покупка акций пакетами важна как возможность избежать

больших неприятностей для инвестиционного портфеля, если такие неприятности возникнут с какой-то одной компанией. Но пакетная покупка акций не спасает от подъемов и спадов всего рынка.

Рассмотрим пример. Сравним поведение цены акций хорошей, на мой взгляд, компании Johnson&Johnson (JNJ) с поведением индекса крупных компаний США S&P 500 за последние 20 лет: с 1 октября 1998 года по 1 октября 2018 года. Вот цифры годовых значений этих двух активов:

Таблица 5.11.

Цены акций JNJ и индекса S&P 500

Дата	S&P 500	JNJ
01.10.1998	1229	42
01.10.1999	1469	47
01.10.2000	1320	53
01.10.2001	1148	59
01.10.2002	880	54
01.10.2003	1112	52
01.10.2004	1212	63
01.10.2005	1248	60
01.10.2006	1418	66
01.10.2007	1468	67
01.10.2008	903	60
01.10.2009	1115	64
01.10.2010	1258	62
01.10.2011	1258	66
01.10.2012	1426	70
01.10.2013	1848	92
01.10.2014	2059	105
01.10.2015	2044	103
01.10.2016	2239	115
01.10.2017	2674	140
01.10.2018	2633	142

Как видим, JNJ показала существенно более высокий рост: в 3,38 раза за эти 20 лет (среднегодовой рост — 6,3 %). А S&P 500 вырос за тот же период только в 2,14 раза (среднегодовой рост — 3,9 %). (Здесь мы рассматриваем только рост цены, без учета выплачиваемых дивидендов. С учетом дивидендов и тот, и другой актив покажут более высокие цифры роста.)

Но колебания этих двух активов оказались очень похожи. Коэффициент корреляции между ними равен 0,94. Очень высокая корреляция, очень похожее поведение этих двух активов.

Да, прилив поднимает все лодки. И отлив опускает все лодки. Например, в 2002 году, во времена, когда лопнул пузырь интернет-компаний (так называемый крах доткомов), S&P 500 существенно снизился, что понятно: в состав индекса входят интернет-компании. Но и JNJ, не имеющая никакого отношения к интернету, снизилась тоже. В 2008 году был кризис ипотечного кредитования. S&P 500, в состав которого входят акции банков, существенно упал. Но и JNJ, которая выпускает предметы личной гигиены и не имеет никакого отношения к ипотеке, тоже снизилась.

Поэтому акции, даже если они в вашем портфеле представлены целыми наборами или индексными фондами, уберегут вас от проблем одной фирмы, которые время от времени происходят даже с очень хорошими компаниями, но не так существенно снизят риск всего портфеля. Вот почему объединять акции в пакеты необходимо, но недостаточно.

По счастью для инвестора, есть еще несколько приемов снижения риска портфеля, кроме объединения ценных бумаг в пакеты.

2. Инвестируйте вдолгую

Довольно простое соображение позволяет инвестору существенно снизить риск.

Если вы живете со своим набором акций (пока говорим только об акциях) много лет, то на вашем пути встретятся и годы роста рынка, и годы снижения рынка. Постепенно доходность акций

на длинном периоде усредняется. У вас на длинном интервале не будет ни сверхдоходов, которые вы наблюдали в отдельные очень доходные годы, но у вас не будет и провалов, которые были в отдельные плохие годы. В среднем за долгий период у вас будет средняя доходность, которая соответствует вашему конкретному набору акций.

Если вы выбирали ваш набор акций сами (например, по критериям экспресс-анализа, изложенным в Главе 4), то у вас нет достаточно длинной прошлой статистики, по которой вы могли бы вычислить к каким средним показателям вы придете с этим набором за много лет инвестирования.

Но если в вашем портфеле имеется такой популярный набор акций, как, например, S&P 500, то вы можете легко узнать, как вела себя доходность такого набора за прошлую сотню лет. Все исследования уже проведены. Вот, например, очень показательные графики с сайта Asset Allocation (автор — Сергей Спирин).

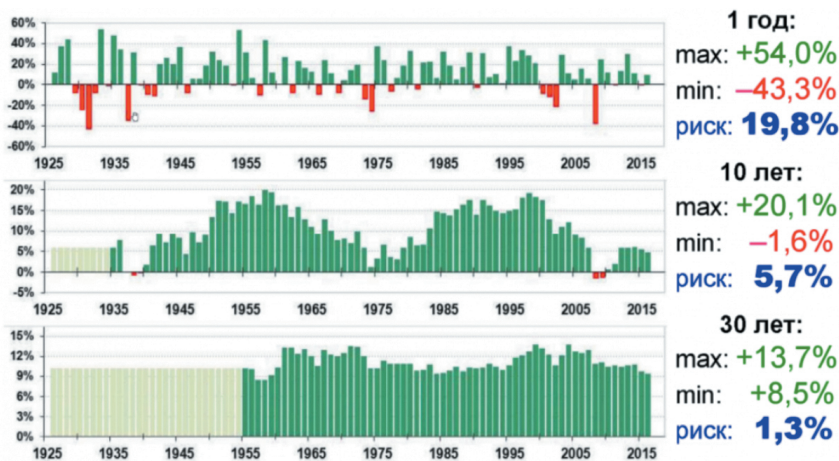


График 5.3. Средняя доходность S&P 500 в различные периоды 1926–2016

Эти графики стоят того, чтобы рассмотреть их подробно. Итак, на верхнем графике показана годовая доходность индекса акций крупных компаний США за 90 лет, с 1926 по 2016 год. Рассмотрим график. Из 90 лет было 28 лет, когда доходность была отрицательной или нулевой. Остальные 62 года доходность была положительной. Справа указано, что в наилучший год доход

составил 54 %, а в худший год убыток составил 43,3 %. Риск (СО) составлял 19,8 %. Довольно большой риск.

Второй график построен на тех же данных, но здесь сделано предположение, что инвестор, купив индекс, засыпает на 10 лет. Поэтому вначале бледно-зеленые столбики показывают, что инвестор не знает, какая у него доходность, он спит. Заснул он в 1926, а проснулся в 1936. Очень правильно сделал! Потому, что он проспал Великую депрессию 1928–1932 годов. Это было ужасное время, когда американцы продавали акции за бесценок и приобрели стойкое отвращение к акциям и к бирже на многие годы вперед.

Но наш счастливый инвестор все это проспал. И проснувшись, он увидел, что инвестиции в акции — это доходно! Ведь в среднем он получил совсем не плохие 6 % среднего годового дохода за этот десяток ужасных лет. Оказывается, что для получения радости от инвестиций достаточно как следует поспать.

Другой инвестор, который купил акции через год, в 1927, и держал их до 1937, оказался еще более счастливым, его среднегодовая доходность составила за эту десятилетку 7,5 % годовых. Несмотря на Великую депрессию, когда падения длились 4 года подряд и составляли до 43 % падения за один год. Но если просто закрыть глаза и не смотреть на эти ужасы, то окажется, что общий итог совсем неплохой, средний доход составил плюс 7,5 % ежегодно.

Знаете, почему так случилось? Потому что спящий инвестор не дрогнул в плохие годы и не продал акции по дешевке. Именно поэтому на его пути встретились и очень доходные годы: 1927, 1928, 1933 и 1935 были годами очень высокой доходности, до 40 % и выше. Проиграли только те, кто дрогнул и продал подешевевшие акции.

Но вот третьему парню, который купил акции в 1928 и держал их до 1938, не повезло. Он за эти 10 лет не заработал ничего, даже получил убыток в размере 0,5 % годовых за эту десятилетку.

Такая же история — 10 лет держали и закончили с убытком — произошла еще два раза: с тем инвестором, который купил

в 1998, а продал в 2008, и с тем, кто купил в 1999, а продал в 2009. На этих трех десятилетних периодах инвесторы в среднем ничего не заработали, даже потеряли немного, в самом худшем случае потери были 1,6 % годовых.

Во всех остальных 77 случаях из 80 инвестиции на 10 лет давали положительную среднегодовую доходность. До 20 % годовых. Риск 10-летних инвестиций (СО) оказался значительно меньше ежегодного риска — всего 5,7 %.

Но как быть тем несчастным, кому не повезло? Им-то что делать?

Ответ прост: не прекращать инвестиции. Не продавать! Продолжать! Держать! Посмотрите нижний график. Например, инвестор, который купил индекс в 1928 году и закончил десятилетие с убытком: если он не смутился этим, а держал свои акции еще 20 лет до 1958 года, то в итоге он получил приличные 8,6 % среднего роста в год на свой капитал. Вообще оказалось, что если инвестор держит индекс 30 лет, то **у него нет никаких шансов получить убыток**. У него будет обязательно доход. В худшем случае 8,5 % годовых (его деньги за 30 лет увеличились в 11,6 раза), в лучшем — 13,7 % годовых (его деньги увеличились в 47 раз), в зависимости от везения, от того, когда он начал и закончил инвестирование. Но он обязательно получит доход. Риск инвестиций за такой период минимален, СО составляет всего 1,3 % годовых.

Вот здесь стоит остановиться и еще раз обдумать результаты. Если у вас есть в запасе 30 лет инвестиций и если вы готовы стойко переносить год за годом падения рынка (иногда очень сильные) и **просто ничего не делать**, то вам гарантируется достаточно высокий годовой доход ваших инвестиций на длинных временных интервалах. Дело здесь в том, что риск инвестирования снижается со временем. Мы это наглядно видим на графиках. Внимание! Обдумайте этот вывод еще раз! Он очень важен.

Но инвестор ведь не может реально заснуть на много лет. Он же видит все падения рынка в течение этих долгих 30 лет. И в этом проблема. Проблема эта носит чисто психологический характер. Путь к малым 30-летним рискам лежит через очень большие годовые и не такие большие пяти- и десятилетние риски.

И это мешает инвестору спать спокойно. Сумеете ли вы хладнокровно вытерпеть высокие годовые риски, чтобы добраться до низких 30-летних рисков? Вот главный вопрос.

Если сумеете, то даже если вам совсем не повезет, и ваша доходность будет только (!) 8,5 % годовых в среднем, то и это очень неплохо — получить в долларе такой доход.

Вот почему в инвестировании крепкие нервы важнее всяких хитростей. Ничего не делать десятилетиями — это очень трудно. Но выгодно. И надежно.

Здесь надо сказать еще об одном. Для тех, кто не в силах терпеть падения рынка акций, мы на следующих шагах обсудим приемы, как можно снизить риск даже каждого года из многих лет вашего инвестирования. Можно несколько сгладить годовые и внутригодовые спады рынка. Это сделает ваши инвестиции гораздо более спокойными в психологическом плане. Но эти приемы обычно связаны с включением в портфель менее доходных активов, чем акции. И ваш портфель в целом станет менее доходным. Менее волатильным, но и менее доходным.

Вот почему стоит серьезно подумать, готовы ли вы терпеть колебания доходности или вам надо снизить доходность, но также снизить и риск вашего портфеля. И еще надо понимать, что часто имеются личные обстоятельства и ситуации, когда инвестор не может и не должен выбирать высокодоходный, но рискованный портфель. Ниже мы обсудим некоторые такие случаи. Пока лишь отмечу, что выбор высокодоходного варианта инвестиционного портфеля подходит для:

- молодых людей (длинный срок инвестирования),
- с регулярными взносами в свой инвестиционный фонд,
- которые не извлекают пока и в ближайшем будущем не будут изымать доходы из своего инвестиционного портфеля, а накапливают их, и, наконец,
- у которых высокая психологическая устойчивость к снижению объема своего портфеля, кто легко покупает на падении рынка и легко продает растущий актив.

Если вы выберете этот суровый путь, путь отказа от всех других, менее доходных инструментов, и готовы оставить в портфеле

только акции как самый доходный инструмент, то хорошая новость состоит в том, что и в этом случае есть приемы (кроме вышеуказанных), которые позволяют еще более снизить риск.

Вот еще несколько таких приемов.

3. Нарращивайте инвестиции ежегодно

Этот прием подходит тем, кто постоянно добавляет деньги в свой инвестиционный портфель. Скажем, откладывает с каждой зарплаты. Что будет у такого инвестора, который купил индекс S&P 500 не один раз, как было на рассмотренных выше графиках, а вкладывал деньги постоянно, и в удачные, и в неудачные годы?

Если он еще и держит свои инвестиции долго, то при таком поведении он еще больше усреднит доходность своих инвестиций. Даже те не фатальные отличия в доходности от 8,5 до 13,7 процентов годовых, которые были на 30-летних периодах, еще более сгладятся, и инвестор с высокой вероятностью получит доходность от 9,5 до 10,5 процентов годовых.

Итак, три приема снижения риска мы уже знаем: покупать акции наборами, инвестировать вдолгую, наращивать инвестиции постоянно.

Есть еще приемы снижения риска? Да.

4. Включайте в свой портфель акции из разных секторов экономики

Сейчас стоит вспомнить смысл слова «корреляция». Например, есть акции высокотехнологичных секторов экономики, скажем, IT-сектор или сектор биотехнологий, а есть трасты управления недвижимостью (REIT). Корреляция между акциями высокотехнологичных компаний и компаний REIT обычно невелика. Причина в том, что в высокотехнологичных отраслях обычно идет бурный, но не стабильный рост компаний, эти компании, как правило, не выплачивают дивиденд, но их акции резко растут в цене (но иногда так же резко и падают). А в Real Estate Investment Trusts (REIT), наоборот, практически вся прибыль выплачивается в виде дивидендов (вспомните, почему так про-

исходит — Шаг 21), поэтому фирмы выплачивают весьма высокие дивиденды, но у них почти не остается средств на развитие и, соответственно, нет роста цены акций. Такое противоположное поведение акций компаний этих двух разных секторов дает в руки инвестору хороший инструмент для создания сбалансированного портфеля, который будет сглаживать колебания рынка: включить в портфель и акции высокотехнологических секторов, и акции сектора недвижимости.

То же можно сказать о сравнении, скажем, энергетического сектора, где цены акций подвержены влиянию колебаний цены нефти, и сектора ЖКХ (Utilities), акции которого дают сравнительно стабильный доход.

Если вы работаете с индексами и ETF, то вы можете выбрать акции фондов отдельных секторов экономики, которые имеют низкую взаимную корреляцию.

Например, компания Vanguard предложит вам:

- копию индекса акции энергетического сектора — тикер **VDE**;
- копию индекса акций сектора медицины — тикер **VHT**;
- копию индекса акций сектора информационных технологий — тикер **VGT**;
- копию индекса акций сектора недвижимости — тикер **VNQ**;
- копию индекса акций коммунального сектора — тикер **VPU**.

Если же вы сами отбираете акции (например, используя экспресс-анализ компаний), то неплохо бы следить, чтобы в вашем портфеле были акции разных секторов экономики. Это снизит общую волатильность вашего набора ценных бумаг.

5. ETF или собственный НЦБ? И то, и другое!

Мы уже неоднократно обсуждали, что в вашем портфеле могут быть индексные фонды в виде ETF (Exchange Traded Funds) либо взаимных индексных фондов (забыли? — Шаг 27). А могут быть составленные вами НЦБ (наборы ценных бумаг), которые вы отобрали сами по собственным критериям. Интересно, что если включать в портфель и индексные фонды, и собственные

наборы ценных бумаг, то **часто волатильность такого смешанного портфеля снижается, а доходность повышается.**

Вероятно, это нескромно, но я проиллюстрирую данное обстоятельство на примере моего собственного портфеля, который кроме облигаций, золота и наличных содержит и раздел «акции». Этот раздел включает в себя как несколько индексных ETF, так и акции, отобранные мной индивидуально на основании формального алгоритма фундаментального анализа компаний-эмитентов этих акций. Причем, эти две части — ETF и собственный НЦБ — в портфеле у меня представлены практически в равных объемах. Вот как вели себя эти две части и портфель в целом на протяжении очень непростого текущего 2018 года (точнее — до настоящего времени, до 30.11.2018).

Таблица 5.12.

Доходность разных наборов в портфеле акций

Дата	ПОРТФЕЛИ				S&P 500
	Мой выбор	Индексный	Общий	Строгий	
08.01.2018	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
09.02.2018	−6,22 %	−5,52 %	−5,86 %	−4,34 %	−5,91 %
01.03.2018	−1,10 %	0,82 %	−0,10 %	2,74 %	−1,02 %
08.04.2018	−4,86 %	−4,16 %	−4,49 %	−2,15 %	−5,07 %
14.05.2018	1,03 %	0,45 %	0,73 %	4,68 %	−0,15 %
31.05.2018	1,87 %	−1,03 %	0,36 %	5,01 %	−0,69 %
23.06.2018	5,99 %	−1,08 %	2,31 %	11,38 %	0,43 %
09.07.2018	6,11 %	−0,65 %	2,60 %	10,22 %	1,32 %
23.07.2018	7,82 %	1,43 %	4,50 %	12,37 %	2,14 %
06.08.2018	7,82 %	4,54 %	6,10 %	11,7 %	3,72 %
31.08.2018	10,67 %	6,82 %	8,67 %	14,12 %	5,76 %
02.11.2018	3,71 %	1,64 %	2,63 %	7,48 %	−0,78 %
16.11.2018	3,63 %	4,72 %	4,20 %	7,18 %	−0,51 %
30.11.2018	4,43 %	4,57 %	4,50 %	8,46 %	−0,19 %
24.12.2018	−9,32 %	−9,65 %	−9,49 %	−4,7 %	−13,20 %
07.01.2019	−3,81 %	−4,86 %	−4,34 %	0,9 %	−7,69 %

Здесь за 11 месяцев 2018 года представлены значения роста в процентах следующих активов:

«**Мой выбор**» — группа акций 32 компаний, самостоятельно выбранных на основе фундаментального анализа этих компаний (выбор производился алгоритмически).

«**Индексный**» — смесь четырех индексов: **S&P 500**, **BRK-B** — акции компании Уоррена Баффета Berkshire Hathaway (формально индексом не являются, но представляют собой холдинг, содержащий акции 111 компаний, выбранных Уорреном Баффетом, — и потому он может быть условно назван «индексом Баффета»), индекс компаний **сектора информационных технологий** США (**VGT**) и индекс компаний **медицинского сектора** США (**VHT**).

«**Общий**» — совокупность двух предыдущих активов.

«**S&P 500**» — используется в качестве базы для сравнения того, как ведут себя активы в моем портфеле по отношению к поведению рынка (Benchmark).

Более наглядно поведение активов можно увидеть на графике.

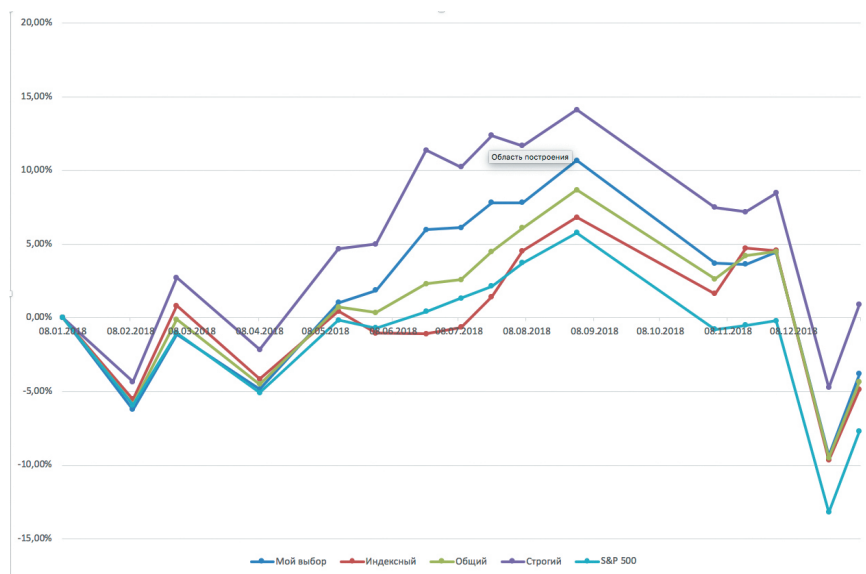


График 5.4. Поведение цены активов и всего портфеля во времени за 2018 год

Если внимательно изучить таблицу и график, видно, что общий портфель (зеленая линия) растет по сравнению с обеими его частями («Индексный» — красная линия, и «Мой выбор» — синяя линия) **более стабильно и при этом прилично опережает рынок** (S&P 500 — голубая линия).

Особенно заметна эта особенность, если рассмотреть величину превышения роста указанных активов портфеля над ростом рынка (S&P 500).

Таблица 5.13.

Превышение роста активов портфеля над ростом S&P 500

Дата	ПРЕВЫШЕНИЕ НАД S&P 500			Строгий
	Мой выбор	Индексный	Общий	
08.01.2018	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
09.02.2018	−0,31 %	0,39 %	0,05 %	1,57 %
01.03.2018	−0,08 %	1,84 %	0,92 %	3,76 %
08.04.2018	0,21 %	0,91 %	0,58 %	2,92 %
14.05.2018	1,18 %	0,60 %	0,88 %	4,83 %
31.05.2018	2,56 %	−0,34 %	1,05 %	5,70 %
23.06.2018	5,56 %	−1,51 %	1,88 %	10,95 %
09.07.2018	4,79 %	−1,97 %	1,28 %	8,90 %
23.07.2018	5,68 %	−0,71 %	2,35 %	10,23 %
06.08.2018	4,10 %	0,82 %	2,38 %	7,94 %
31.08.2018	4,91 %	1,05 %	2,90 %	8,36 %
02.11.2018	4,48 %	2,41 %	3,41 %	8,26 %
16.11.2018	4,14 %	5,23 %	4,71 %	7,69 %
30.11.2018	4,62 %	4,76 %	4,69 %	8,65 %
24.12.2018	3,87 %	3,55 %	3,71 %	8,48 %
07.01.2019	3,89 %	2,83 %	3,35 %	8,60 %

То же самое на графике 5.5.

Здесь значение роста S&P 500 в каждой точке наблюдений принято за ноль, а для каждого актива указана разность значения его роста на данный момент и значения роста самого «рынка» (S&P 500) на тот же момент времени. Как мы видим, значение

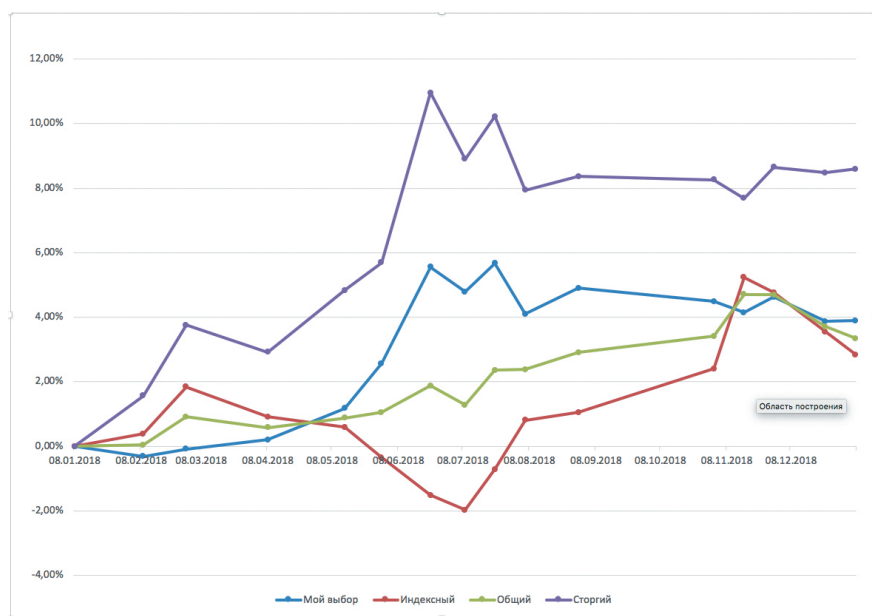


График 5.5. Превышение роста активов и всего портфеля над S&P 500

всего портфеля — зеленая линия — растет более стабильно, чем две части, из которых портфель составлен. И к моменту 07.01.19 (за год) портфель опережает рыночный индекс S&P 500 на 3,35 % годовых. Причем это опережение портфель набирал более равномерно, чем составляющие его части.

Корреляция между ростом активов «Мой выбор» и «Индексный» в таблице 5.13 составляет 0,009. Почти нулевая корреляция. Вот почему они колеблются вразнобой, позволяя общему портфелю, из них составленному, наращивать опережение рынка более плавно. Полагаю, это связано с тем, что очень разнятся принципы отбора в индексную часть портфеля и в ту часть, которая отбиралась мной индивидуально по методам фундаментального анализа. В результате в комбинированном портфеле мы получили сразу два выигрыша: портфель существенно опережает рынок, и это опережение «набирает обороты» относительно стабильно.

Будет ли так происходить всегда? Не знаю. Знаю лишь, что активы с низкой корреляцией, собранные в ваш портфель,

дадут меньший риск для всего портфеля, чем каждый из активов сам по себе. Также я уверен (и это проверено в различных экспериментах и Back Testing), что отбор акций с использованием методов фундаментального анализа позволяет получить на длинных интервалах доходность выше рыночной.

Примечание: утверждение в последней фразе не является общепринятым. Поэтому прошу читателей отнестись к нему с повышенной осторожностью (Правило № 1). В следующей главе мы подробно обсудим суть дискуссии на эту тему: пассивное или активное инвестирование. Там я постараюсь подробно обсудить все «за» и «против». А у вас появится возможность самим составить мнение по этому поводу.

Поскольку мы уже затронули вопрос повышения доходности, а не только снижения риска, то стоит привести и еще один прием повышения доходности. Который, кстати, в определенном смысле связан и со снижением риска тоже.

6. Покупайте на низком рынке (timing)

Психологически очень некомфортно, но очень выгодно покупать в периоды кризисов и рецессий, когда все стоит дешево.

Вообще-то этот прием относится к так называемому таймингу, к попытке инвестора купить актив в «нужное», в «хорошее время» и продать его в «хорошее время». Попытка выбрать удачное время для покупки заклеивается серьезными исследованиями. В нее уже выстрелили из всех математических орудий. Потому что не угадаешь. Действительно, попытка покупать и продавать в «хорошие моменты» опасна тем, что инвестор (или спекулянт), который так делает, очень сильно рискует пропустить как раз самые выгодные моменты для покупки и продажи. И в этом смысле стратегия покупки акций хорошей компании, когда цена на них просто разумна, не завышена, а не обязательно «ух, как дешево», приводит к лучшим результатам. Но бывают и реальные кризисы на рынке. 2000–2002 годы или 2008 год были временами, когда рынок снижался на 40 % и 47 % соответственно. В такие времена все действительно стоит

очень дешево. Во времена такой паники покупка акций хорошей компании — это bargain (удачная покупка). И любой опытный инвестор пользуется этим. Даже при том, что он не приветствует тайминг как постоянный прием.

В определенном смысле и риск снижается при такой покупке. Почему? Ведь CO актива не зависит от того, в какой момент вы его купили.

Да, это верно. В математическом смысле риск не снижается. Но дело в том, что инвестиционная теория и психология инвестора довольно по-разному воспринимают понятие «риск». Для теории риск — это CO, волатильность актива, величина его колебаний. И она действительно не зависит от того, когда вы купили актив. А для психологии инвестора риск — это опасность потерять. И можно сколько угодно говорить, что цена любого актива колеблется вокруг его средней доходности. Что толку, когда будущую среднюю доходность этого актива никто не знает? А может быть, она равна нулю? Или отрицательна? Поэтому страх, направленный здравым смыслом, кричит инвестору: «Не потеряй!» Причем особенность психологии состоит еще и в том, что когда вы уже заработали на этом активе, скажем, 50 %, а потом он снизился на 20 %, но вы все еще в плюсе, то снижение актива переносится относительно легко. А вот если вы только купили актив, и он сразу просел на 20 %, вот здесь начинаются нервы. Хотя с точки зрения математики оба варианта равноправны. И там, и здесь вы потеряли 20 % от того, что имели перед этим.

Именно с этой, психологической точки зрения риск снижается, когда вы купили внизу. После глубокого провала актив обычно резко растет. И хотя он в дальнейшем будет колебаться, но вы психологически перенесете это уже легче, если вы купили его глубоко внизу и теперь, несмотря на колебания, остаетесь «в плюсе».

Возникает вопрос: как же узнать, что уже дно, во времена кризисов и падений? Ответ: никак не узнаете. Опять же потому, что тайминг — это ложная идея. Но вот вы видите, что все уже упало. Что на бирже только самые мрачные предсказания, что мир рухнул и нет спасения. И вам менее всего сейчас

хочется покупать. Наоборот, хочется все продать. В этот трудный момент можно купить немного акций хорошей компании или индекс. На треть от суммы того, что вы собирались потратить на покупку этого актива. И смотреть, как пойдет дело дальше. Если вам показалось, что, вроде бы, начался медленный рост, подождите еще. Рост продолжился? Кажется, он уже стабилен? Купите еще на треть того, что собирались вложить. Наконец, все в голос кричат: «Покупать, покупать!», цена стабильно растет. Купите на последнюю треть.

Поймаете ли вы дно при этом? Конечно нет! Будет по-разному, иногда более, иногда менее удачно. Но почти никогда не будет самой удачной покупки, на самом дне купить не удастся. Потому что никогда никто не знает, где это дно. Потому что тайминг — это ложная идея. Дно вы не поймаете. Смиритесь с этим. Но во многих случаях результат будет вполне себе неплохой. Иногда даже не нужно ничего думать о дне. Вы просто видите, что вот эта хорошая акция торгуется сейчас по очень хорошей цене. И даже неважно, будет ли завтра ее цена еще лучше. Просто сегодня благодаря сложившейся ситуации цена хороша. Ну и покупайте.

Вот мы и разобрали целых 6 приемов, как можно снизить риск и иметь при этом весьма высокую доходность вашего портфеля. Здесь мы рассматривали случай, когда в портфеле только акции (ну, конечно, всегда надо иметь еще и сколько-то наличных). Портфель такого типа подходит только для определенных инвесторов. Особенности таких инвесторов перечислены выше.

На этом можно было бы и закончить этот длинный шаг. Но сначала надо отметить, кому **не стоит выбирать такой путь: «только акции»**. Многим.

Если вы условный пенсионер, то есть, вы регулярно извлекаете средства из вашего инвестиционного фонда и на это живете. Тогда этот вариант не для вас.

Если ваш период накоплений уже невелик. Вы не можете себе позволить не снимать средства из своего инвестиционного фонда еще 10–20 лет. Просто мало осталось времени для накоплений.

Если вы психологически не переносите риск. Вы готовы получать гораздо более скромный доход, лишь бы он был более стабильным.

Во всех этих случаях вам не подходит вариант высокодоходных, но рискованных инвестиций. Даже если они были смягчены использованием описанных выше приемов. Вам нужен инвестиционный портфель другого типа. Не пытайтесь, пожалуйста, идти по предложенному здесь пути. Вам нужен более консервативный портфель. Мы обсудим варианты таких портфелей в дальнейшем.

Шаг 51. ОБЛИГАЦИИ В ИНВЕСТИЦИОННОМ ПОРТФЕЛЕ

Мы достаточно подробно обсудили акции (долевые ценные бумаги) в инвестиционном портфеле. Но почти не касались такого большого и важного класса инвестиционных инструментов, как облигации (долговые ценные бумаги). Если кто-то подзабыл то, что мы уже знаем об этом инструменте — облигациях, — прочтите еще раз Шаг 18, пожалуйста.

Облигации — уникальный инструмент

Уникальной особенностью облигаций, которой не обладает ни один другой инвестиционный инструмент, является наличие срока гашения. Ни недвижимость, ни золото (или, шире, товарные активы), ни акции не имеют такого свойства: срок, когда вам **обязаны** вернуть то, что вы вложили.

Эта особенность связана с тем, что облигация является бумагой, фиксирующей долг. Покупка облигации — это либо выдача денег в долг эмитенту облигации (тому, кто ее выпустил), если вы покупаете облигацию непосредственно у эмитента (что вряд ли), либо переуступка вам этого долга от того, кому эмитент был должен на момент вашей покупки (в случае, если вы покупаете облигацию на бирже у ее прежнего владельца). В последнем случае в реестре фиксируется факт смены займодавца, теперь займодавцем становитесь вы.

Причина того, что только у облигаций есть срок гашения, состоит в том, что и недвижимость, и акции, и золото (товарные активы) — это все права собственности. Покупая их, вы ста-

новитесь собственником или недвижимости, или золота, или части компании. И только облигации — это право требования. Вы имеете право требовать у должника возврата одолженной вами суммы денег, а также уплаты вам дохода за этот долг.

Замечание: я буду здесь для простоты употреблять слово «облигация» для обозначения всех долговых инструментов. На самом деле, в зависимости от срока, на который выпущена бумага, и от способа выплаты дохода ее владельцу, долговые инструменты имеют разные названия. **Bill** — вексель, краткосрочное обязательство, выпущенное на срок до 1–2 лет. Часто такие обязательства являются бескупонными, доход инвестор получает в виде разницы между ценой приобретения (более низкой) и номинальной ценой (более высокой), по которой вексель будет погашен. **Note** — среднесрочное обязательство, выпущенное на срок до 5–10 лет. **Bond** — облигация, выпускается на срок более 10 лет.

Наличие (1) срока гашения и (2) заранее известной доходности облигаций делает этот класс инвестиционных инструментов совершенно уникальным, порождает особые достоинства и особые недостатки этого инструмента.

Достоинством облигации является точно вычисляемый доход ее владельца, если он будет держать облигацию до даты гашения. Такая стратегия инвестирования в облигации — купить и держать до даты гашения — так и называется: «Buy and hold to the Maturity». Если отбросить риск дефолта эмитента, который можно почти исключить, если покупать облигации очень надежных эмитентов, то, купив облигацию, инвестор точно знает, сколько лет и какой доход она ему будет давать, и сколько ему заплатят при гашении. То есть, если в вашем портфеле имеются одна или несколько разных облигаций (наряду с другими инструментами), то именно эта облигационная часть вашего портфеля придает портфелю стабильность. Именно в этой части портфеля вы можете быть уверены относительно размера доходности. Но такая уверенность возникает только при двух дополнительных условиях:

- эмитент не объявит дефолт;
- вы не продадите облигацию до срока ее гашения.

И то, и другое условие не всегда выполняются. Особенно проблемными становятся оба условия, если сроки гашения многолетние. Если вы владеете облигацией даже очень надежного эмитента со сроком гашения, скажем, через 20 лет, то за такое большое время компания, выпустившая облигации, из очень хорошей вполне может успеть превратиться в очень плохую, и вам, чтобы избежать возможного дефолта, придется продавать облигацию досрочно, а значит не по фиксированной цене гашения (не по номиналу облигации), а по той цене, которая на тот момент будет у нее на бирже. Причем, если слухи о неблагополучии компании уже разошлись, то и цена может быть низка. Также за 20 лет и в личной судьбе инвестора могут произойти очень серьезные изменения, которые могут нарушить его планы держать облигацию до гашения.

И тем не менее, только облигация дает инвестору возможность использовать стратегию «Buy and hold to the Maturity». Такая стратегия позволяет заранее не просто прогнозировать с определенной вероятностью, но точно знать ваш будущий доход. Очень приятное свойство! Почти полное исключение риска! Оно несколько омрачается только возможностью дефолта эмитента. Однако и эта возможность становится очень невелика, если:

- вы выбираете только надежных эмитентов (например, считается, что облигации правительства Соединенных Штатов вообще имеют нулевой риск, поскольку правительство США ни разу за всю долгую историю страны не объявляло дефолт по своим долгам);

- вы инвестируете в облигации с не очень долгим сроком гашения, чтобы за это время хорошая корпорация (если вы купили корпоративные облигации) не превратилась в плохую.

К сожалению, общее правило «меньше риск — меньше доходность» продолжает работать. Например, сегодня в начале декабря 2018 года безрисковые трехлетние облигации правительства США можно купить на уровне доходности около 2,9 % годовых. Если вы это сделаете, то в течение следующих трех лет вы гарантированно будете получать 2,9 % дохода в год на вложенные вами средства. Это лучше, чем держать деньги на дол-

ларовом вкладе в Сбербанке, который вам сегодня даст 1,9–2 % годовых на срок 3 года. Но это гораздо хуже вложений в акции, в которых на длинных интервалах можно (но это не гарантировано) получить в среднем около 10 % годовых.

Такая доходность не сильно радует, особенно если вспомнить, что инфляция в США составляет сегодня 2,25 % годовых. То есть, в реальных ценах доходность облигации составляет сегодня 0,65 % годовых. И это еще хороший вариант. В другие годы бывало и так, что, наоборот, инфляция опережала доходность облигаций правительства США. Например, год назад трехлетние облигации правительства США можно было купить только с доходностью 1,6 %–1,65 % годовых. Поэтому вложение в правительственные облигации США с трудом может помочь сохранить нажитое, но не поможет приумножить.

Раз уж мы затронули тему инфляции, то пора сказать и о главном недостатке облигаций, который является просто другой стороной той же медали: именно твердая, известная заранее доходность облигаций делает этот инструмент незащищенным от инфляции. Поясню. Поскольку доход облигации фиксирован, то выше инфляция в стране или ниже, вы все равно получите по облигации все тот же заранее оговоренный доход.

А другие инвестиционные активы — акции и золото — в определенной мере защищены от инфляции. Золото — это просто товар, а инфляция — это рост цен товаров. Поэтому и цена золота, вообще говоря, растет, если растут цены всех товаров. Акция — это доля владения компанией. А когда растут цены товаров, то растет, вообще говоря, и цена тех товаров, которые выпускает данная компания. Далее, рост цены товаров, выпускаемых фирмой, означает рост суммарной годовой выручки компании. А с ростом выручки, вообще говоря, растут все составляющие, на которые эта выручка распределяется: заработная плата, оплата исходных материалов, затраты на поддержание оборудования и **прибыль**. А рост прибыли фирмы вызывает рост **цены акций** компании. Вот такая логическая цепочка.

Я несколько раз употребил слова «вообще говоря». Потому что не так уж все однозначно и просто, как здесь описано. Но общая

тенденция именно такова. Поэтому, если в вашем портфеле имеются и золото, и акции разных компаний, то в целом на длинных интервалах времени именно так и будет происходить: эти инструменты растут, в том числе вследствие инфляции. И чем выше инфляция в стране, тем существеннее растут эти активы. Тем самым они защищают инвестора от инфляции. Но к облигациям с их фиксированными доходами это не относится. Это обратная сторона хорошей медали: облигации не защищают инвестора от инфляции.

Два вида риска

Тут мы вплотную подошли к очень важному вопросу: кому больше нужны акции, а кому облигации? Смотрите, **инвестор всегда балансирует между двумя видами рисков**. Причем чаще всего он видит только один из них и думает только о нем, забывая другой. А этот другой риск не менее страшен. Особенно потому, что он не замечен на первый взгляд.

Первый риск, который у всех на виду — снижение цены актива, убыток, который вы реально видите. Ваш инвестиционный портфель год назад стоил 10 000 долларов. А сегодня он стоит 9 000 долларов. Вы в убытке и в печали.

Второй риск — риск инфляции. Если вы, допустим, держите деньги, как говорят, «под матрасом», не доверяя их никому из боязни потерять, то вы не уберегаете себя от риска, вы все равно рискуете. Потому что вы теряете деньги из-за роста цен, другими словами — из-за инфляции. Этот риск менее заметен, поэтому его обычно меньше опасаются. Но он не менее разрушителен для вашего благосостояния. Особенно он разрушителен на больших временных интервалах. Например, инфляция в 7 % годовых за 20 лет превращает каждый ваш рубль (или доллар) в 23 копейки (или цента). То есть, вы оказываетесь в колоссальных убытках: 77 % вашего фонда испарилось за 20 лет! Это посерьезней, чем просадка рынка акций вдвое. Но при просадке рынка акций вдвое все кричат: «Караул!» А инфляция, съедающая 77 %, происходит постепенно и незаметно. Но не менее разрушительно.

Поэтому инвестору приходится бороться с обоими рисками: и с риском снижения номинальной цены портфеля вследствие колебаний рынка, и с риском инфляции. Тут интересно сравнить, как позволяют справиться с этими двумя рисками два главных инвестиционных инструмента — акции и облигации. Оказывается, они справляются с рисками по-разному. На более коротких интервалах лучше справляются с рисками облигации, а на длинных — акции. Рассмотрим это.

Когда лучше облигации, а когда акции?

Мы уже знаем, что если ваш портфель состоит только из акций, то риск снижения цены портфеля уменьшается с увеличением срока вашего владения этими акциями. Снижается не только риск убытков, снижается даже риск получения низкого дохода. Например, мы видели, что на любом 30-летнем интервале в течение 90 лет — с 1926 по 2016 — не было ни разу, чтобы инвестор получил менее 8,5 % среднегодовой прибыли.

Итак, если вы владеете акциями, то вам выгодно держать их подольше: 15–20–30 лет. При этом вы уменьшаете риск не только убытка, но и низкой доходности. И как мы с вами уже отмечали, акции — это инструмент, защищающий инвестора от инфляции, потому что при увеличении инфляции быстрее растут и цены акций. Да еще проще: мы видим, что доходность акций на больших интервалах времени дает инвестору доход, существенно превышающий инфляцию.

Зато на относительно коротких временных интервалах риск вложений в акции велик. Примерно каждый третий или четвертый год у инвестора убыточен (если он инвестирует в индекс S&P 500). И если вы инвестируете на 1–3–5 лет, то вы подвергаете себя значительному риску колебаний рынка. В момент окончания ваших инвестиций вы можете оказаться в убытках, поскольку именно в это время может случиться серьезная просадка рынка. Конечно, вы несколько снизите риск, если будете пользоваться приемами, описанными на Шаге 50. Но и эти приемы дают лучший эффект именно на длинных интервалах, а не на 1–3-летних периодах.

Итак, в акции выгодно инвестировать на длинный срок. При этом вы защищаете себя от инфляции и существенно снижаете риск колебаний рынка. Но если вы инвестируете в акции на короткий срок, то вы подвергаете себя высокому риску колебаний рынка.

Если же вы инвестируете в короткие надежные облигации на период в 1–3–5 лет и держите их до гашения, то вложения ваших средств дадут вам обычно не такой высокий, но гарантированный доход. А за столь короткий срок надежная компания, которой вы ссудили деньги, скорее всего просто не успеет стать проблемной. Особенно спокойно вы будете себя чувствовать, если у вас в портфеле имеются облигации не одного, а нескольких эмитентов. Точно так же, если не более надежно, покупать облигации правительства США (Treasury Bills or Treasury Notes), тогда вы можете рассчитать свой доход до их гашения и гарантированно его получить. Таким образом, стратегия «держи до гашения» для облигаций короткого срока дает вам весьма высокую гарантию получить заранее рассчитанный доход. А инфляция «откусит», конечно, свое. Но за короткий период это не будут убийственные потери. Кроме того, на короткий период и нет смысла ставить себе цель «приумножить», просто не получится ее реализовать, не начнет еще работать «магия сложного процента». А с задачей «сохранить», защитить от инфляции, облигации обычно справляются.

Зато если вы инвестируете в облигации на длинный период 15–20–30 лет, то проблемы — и ваш риск — растут с увеличением инвестиционного горизонта как на дрожжах. Во-первых, инвестор не может поручиться, что такой длинный срок он сможет держать облигации до гашения, мало ли какие проблемы возникнут в его личной жизни на таком длинном интервале времени. А вынужденная продажа облигаций до срока их гашения лишает инвестора основной привилегии облигаций — возможности заранее рассчитать доходность. Ведь на рынке вы продаете облигацию по цене, которая определяется спросом и предложением, следовательно, которая вам заранее не известна, в отличие от цены гашения. Во-вторых, за столь большой период времени степень надежности эмитента облигации может суще-

ственно измениться. В частности, может возникнуть и риск дефолта эмитента, который ранее был вполне надежен.

Отсюда следует самая главная проблема долгосрочного вложения в облигации. На больших интервалах времени конкурент облигаций — акции — существенно снижает риск инвестирования (мы это подробно обсуждали ранее). А облигации с увеличением горизонта инвестирования, наоборот, увеличивают риск. Поэтому **на первый план выходит отличие этих инструментов в доходности**. Доходность акций часто существенно выше, обычно в два или более раз превышает доходность облигаций (но изредка бывают периоды времени, когда облигации дают более высокую доходность, надо все время наблюдать текущую ситуацию). Поэтому акции на больших временных интервалах оказываются предпочтительнее облигаций. Какой смысл вкладывать средства в низкодоходный инструмент, если он имеет такой же или даже больший риск, что и более доходный?

Итак, на коротких интервалах (1-5 лет) для увеличения надежности вашего портфеля имеет смысл вкладываться в облигации или в основном в облигации. Облигаций в вашем портфеле должно быть достаточно много, и они должны быть с коротким сроком гашения. Надо понимать, что при этом доходность вашего портфеля будет довольно скромной.

На длинных интервалах имеет смысл вкладываться в акции или в основном в акции. Вы сможете получить весьма высокую доходность при невысоком риске. Надо понимать, что при этом ваш портфель в отдельные годы будет сильно «штормить», но на длинных интервалах все сгладится и усреднится, и итоговый риск будет небольшим.

Вот почему, когда вы решаете, какова должна быть доля акций и доля облигаций в вашем портфеле, надо прежде всего задать себе вопрос: «На сколько лет я инвестирую?»

Главное решение — определение долей акций и облигаций в портфеле

Если вы пенсионер, скопивший определенную сумму для прибавки к своей пенсии, то срок ваших инвестиций не слишком

велик, к сожалению. И, кроме того, вы не будете пополнять свой инвестиционный фонд, а наоборот — только снимать средства на жизнь. Надежность ваших инвестиций должна быть высокой. Вы не можете себе позволить терпеть 2–3 года краха на рынке акций, вам надо получать из своего фонда деньги ежемесячно. Просто чтобы на них жить. С другой стороны, вас меньше интересует «чудо сложного процента». Поэтому скромный, но гарантированный доход от коротких облигаций, которые вы будете держать до гашения — это вполне разумное решение.

А если вы молодой 25-летний человек, который может себе позволить ежемесячно откладывать некоторую часть своей зарплаты в собственный инвестиционный фонд, и вам не надо будет снимать деньги из этого фонда в ближайшие 20–30 лет, то самое разумное — формировать портфель из акций. Вы на себе испытаете «чудо сложного процента», вы станете обеспеченным человеком даже при скромных, но регулярных вложениях в свой инвестиционный фонд.

Между этими двумя примерами существует множество промежуточных вариантов, которые соответствуют реальной жизненной ситуации того или иного человека. Во всех этих реальных жизненных ситуациях надо будет выбирать какой-то промежуточный вариант, определять свою долю вложений в акции и в облигации. И это решение необходимо продумать очень внимательно, прикинуть для себя, какие колебания дохода (точнее, какие уменьшения объема вашего инвестиционного портфеля) терпимы для вас психологически. Также надо определить для себя, каков ваш горизонт инвестирования. Еще надо определиться, когда вы начнете снимать деньги из своего инвестиционного фонда на регулярной основе. И на основе этих ваших решений выбрать главную пропорцию вашего портфеля: пропорцию между акциями и облигациями. А после определения пропорций вашего портфеля вам надо будет не отступать, держаться принятого курса долгие годы. Но в процессе вашей жизни ситуация может существенно измениться. Такое бывает. Тогда надо снова «запустить процесс»: задать себе заново все необходимые вопросы и заново принять решение. И вполне

возможно, что вам придется перестраивать свой портфель. Только не торопитесь с этим маневром. Большой корабль должен маневрировать плавно.

Но прежде чем мы перейдем к очень важному вопросу определения пропорций различных инструментов в вашем инвестиционном портфеле, нам надо сказать еще две важные вещи об облигациях.

От чего зависит цена облигаций на бирже?

До сих пор мы обсуждали покупку облигаций с целью держать их до гашения. В этом случае нас не интересует, как колеблется цена облигации на бирже. Мы знаем, по какой цене и когда мы продадим (точнее, эмитент выкупит) ее. Но иногда бывает, что приходится продавать облигацию раньше, не дожидаясь срока гашения. В этом случае приходится продавать облигацию по ее биржевой цене. Эта цена может быть и выше, и ниже той, по которой мы ее покупали. Нам стоит обсудить, что влияет на цену облигации на рынке.

Влияет на цену облигаций прежде всего процентная ставка, которую устанавливает Центральный Банк страны. В США — это ФРС, Федеральная резервная система. Ставка ФРС — это процент годовых, который она берет за деньги, ссужаемые банкам страны. Сами банки дают кредиты, отталкиваясь от этой ставки. И депозиты (вклады) принимают, ориентируясь на эту ставку. Например, банк взял в ФРС деньги по ставке 2,5 % и выдает кредит по 3,7 % годовых. Разница в 1,2 % годовых — это плата за работу банка по оценке и ведению дел с заемщиком, плюс запас на страховку от возможности невозврата долга, плюс прибыль банка. С другой стороны, если банк может взять займы у ФРС под 2,5 % годовых, то у населения он принимает вклады под, скажем, 2 % годовых. То есть, ниже, чем ставка ФРС. Это связано с тем, что с населением работать более трудоемко и более затратно (надо оформлять много мелких договоров займа).

Поэтому, когда ФРС, скажем, увеличивает ставку процента с 2,5 % годовых до 2,7 % годовых, то с этого момента процент по кредиту

в банках тоже возрастает. Также возрастает и процент по депозитам (по вкладам) в банки. Это создает в стране новую ситуацию по поводу доходности денег. Вот почему новые облигации, которые будут в ближайшее время выпущены какой-то корпорацией, должны выпускаться тоже под уже повышенный процент. Иначе потенциальные покупатели просто не купят облигации, а лучше внесут деньги на депозит в банк под повышенный процент.

Итак, если ФРС (или Центральный банк любой другой страны, когда речь идет о другой стране) повысила ставку процента, то с этого момента все новые облигации начинают выпускаться тоже под более высокий процент, чем было до этого. Что будет при этом происходить с ценами тех облигаций, которые выпущены ранее и продаются свободно на биржах?

Цены облигаций снизятся.

Почему? Чтобы их доходность стала такой же, как и у вновь выпускаемых облигаций. Иначе люди не будут покупать старые, выпущенные ранее облигации, а будут покупать только новые, которые выпущены под уже повышенный процент. И те инвесторы, которые все же хотят эти старые облигации продать, будут вынуждены снижать их цену, обеспечивая покупателям более высокую, чем раньше, доходность на вложенный капитал.

Итак, **первый вывод**: когда Центральный Банк страны (например, ФРС) повышает процентную ставку, то рыночные цены ранее выпущенных облигаций снижаются. Это приводит к повышению дохода для тех, кто покупает облигации, но к понижению дохода для тех, кто их продает. Если же Центральный банк, наоборот, снизит ставку, то цены уже выпущенных облигаций вырастут, что даст дополнительный доход продавцам, но снизит доход покупателей облигаций.

Второе, от чего зависит биржевая цена облигаций — это то, что происходит с ценами на рынке акций. Рынки акций и облигаций взаимосвязаны. Во времена, когда рынок акций существенно снижается (медвежий рынок), когда цены акций большинства компаний падают, цены облигаций растут. Объясне-

ние этого феномена довольно простое. Инвесторы, боясь потерять еще больше, продают акции в момент падения цен (хотя все специалисты твердят им, что этого делать не надо). Свободные деньги, чтобы они приносили в «трудные времена» пусть не такой большой, но фиксированный доход, инвесторы часто размещают в облигации. Возросший спрос на облигации приводит к росту их цены. И, как мы уже понимаем, покупка по повышенной цене облигации, которая при этом дает тот же самый фиксированный купонный доход, приводит к снижению отдачи на каждый вложенный инвестором доллар: отдача та же, а вложить надо больше. Поэтому доходность облигаций снижается.

Если же акции, наоборот, активно растут в цене (бычий рынок), то цены облигаций снижаются. Причина аналогична, но теперь деньги инвесторов кочуют с рынка облигаций на рынок акций. И цены на облигации снижаются, а доходность их — для покупателя облигаций — растет.

Итак, **второй вывод**: в период бычьего рынка акций цены облигаций снижаются. А в период медвежьего рынка акций цены облигаций растут.

Ну и, разумеется, на цену облигаций конкретной фирмы влияет информация о делах фирмы. Любые неблагоприятные новости о фирме-эмитенте толкают цену облигаций вниз, а хорошие — вверх. В результате мы имеем довольно пеструю картину колебаний цен облигаций.

То есть, **третий вывод**: если не действовать по стратегии «купи и держи до гашения», если покупать и продавать облигации по биржевой цене, инвестор теряет то принципиальное преимущество облигаций, которое состоит в возможности заранее рассчитать свою будущую доходность: купонный доход инвестор получает фиксированный и ежегодный, но цена покупки облигации и цена ее продажи могут так существенно отличаться друг от друга, что это сводит на нет стабильность и прогнозируемость общего дохода инвестора.

Здесь уместно отметить еще одно свойство облигаций: чем ближе дата гашения, тем меньше колебания цены облигации,

тем ближе цена к номиналу облигации, к той цене, по которой она будет погашена в ближайшее время. Понятно, почему так происходит. Если бы сегодня цена облигации, которая через месяц будет погашена, была существенно ниже, чем номинал, то появилось бы слишком много желающих купить такую облигацию сегодня, чтобы уже через месяц погасить ее по номиналу и за месяц заработать на разнице цен хороший доход. Поскольку все этого хотят, то желающих купить много, а желающих продать мало. От этого растет цена, она приближается к номиналу. Но не достигает его, поскольку по такой цене уже нет возможности заработать — и нет желающих покупать.

Вот почему короткие облигации или даже длинные облигации, но которым уже осталось мало времени до гашения, не имеют сильных колебаний цены.

Ну и, наконец, необходимо сказать, что, кроме одиночных облигаций, существует много индексных фондов (и взаимных, и ETF), которые состоят из облигаций. Например, только у компании Vanguard десять разных ETF, в которых представлены именно и только облигации. Наберите в Google **Vanguard ETF list**, и вам будет из чего выбирать. Только имейте в виду, что в каждом таком фонде сотни или тысячи разных облигаций, они все смешаны в единый пакет, и у вас нет никакой возможности рассчитать свою будущую доходность в этом случае. Ведь вам придется продавать акции этого фонда только по их текущей биржевой цене, которая заранее неизвестна, поэтому — никаких «Buy and hold to the Maturity» и заранее рассчитанной доходности в этом случае не будет.

Шаг 52. **СОСТАВЬТЕ СВОЙ ПОРТФЕЛЬ САМИ. ВЕРХНИЙ УРОВЕНЬ**

Вот мы и добрались, наконец, до главного практического шага: что покупать, из чего конкретно формировать портфель?

Вообще-то существуют инвестиционные консультанты. Они для того и существуют, чтобы составить и вести инвестиционный портфель для клиента, чтобы, исходя из ваших персональных возможностей и потребностей, посоветовать вам, что именно включать в инвестиционный портфель в вашем конкретном случае. И очень даже можно и полезно послушать их советы. Причем лучше послушать советы не одного, а хотя бы двух консультантов. И если их советы в основном совпадут, то это уже очень хорошо. Но часто они не будут совпадать. Вы удивлены?

А вообще-то это нормально. Консультанты ведь люди. Они, конечно, образованные люди. В большинстве своем. Но, как известно, сколько людей, столько мнений. Консультанту, чтобы дать вам хороший совет, надо, во-первых, вникнуть в ваши житейские обстоятельства, понять и прочувствовать ваши инвестиционные цели. Кому-то это удастся лучше, кому-то хуже. Но никто из них не осознает вашу жизнь и ваши стремления лучше, чем вы сами. Им надо, во-вторых, осознать, почувствовать, какой риск для вас терпим, а какой — нет. Они, вероятно, предложат вам для этого пройти один из множества тестов, которые упоминались на Шаге 16. Но ни один из тестов не даст им полного представления о том, чего вы боитесь, а что легко терпите, насколько вы уже финансово грамотны, насколько вы знаете приемы снижения риска, и никто не поймет этого про вас настолько, насколько вы это о себе знаете сами.

Также, не желая никого обидеть, все же надо понимать, что у каждого консультанта, кроме того чтобы помочь вам, есть еще маленькая своя цель. Она состоит в том, чтобы заработать. Причем не факт, что эта цель для него менее важна, чем цель максимально вам помочь. Поэтому, говоря обобщенно и не вдаваясь в детали, можно сказать, что ваши с консультантом цели не полностью совпадают. Вот почему мы сформулировали в самом начале простое Правило № 1: «Не доверяй никому». Применительно к инвестиционному консультированию его можно сформулировать так: «Выслушивай сколько угодно советов, но принимай решение самостоятельно».

Итак, начнем составлять инвестиционный портфель самостоятельно. Только сразу имейте, пожалуйста, в виду, что любые рецепты составления инвестиционного портфеля в настоящее время еще не являются наукой. Это если и наука, то примерно как медицина XVIII века: несмотря на обилие научных трудов и университетских курсов — это все же сплав науки и искусства исполнителя. Причем искусства исполнителя в большей степени, чем науки. Поэтому книжки надо, конечно, читать, но и самому важно быть зорким, приметливым и сообразительным. И к книжке, которую вы сейчас читаете, это в полной мере относится: не доверяйте полностью сказанному ниже, проверяйте, думайте, сравнивайте с другими мнениями.

Инвестиционный портфель надо составлять «сверху вниз».

Верхний уровень — это уровень классов инвестиционных инструментов: наличные, облигации, недвижимость, акции, золото. Нам на верхнем уровне надо определить, во-первых, какие из этих классов мы включаем в портфель, а от каких отказываемся вообще. И, во-вторых, определить пропорции между инструментами в портфеле.

Наличные всегда будут присутствовать в вашем портфеле. Объем **наличных** определяется главным образом вашей подушкой безопасности (см. Шаг 22). Тут все относительно просто.

Недвижимость, как мы уже обсуждали на Шаге 21, сводится к покупкам акций REITs. А поскольку конкретный состав класса

акции мы на данном уровне не обсуждаем, а обсуждаем только его общий объем, то и сколько, и каких акций REITs мы хотим купить, и хотим ли купить вообще — это вопрос более низкого уровня построения портфеля. Оставим его пока в стороне.

Золото. За последние 45 лет (с момента полного отказа от золотого стандарта) с 1973 по 2018 годы золото выросло в цене в 12,4 раза, то есть, росло средним темпом 5,76 % в год. Это в долларах. То есть, долгосрочный темп среднего роста цены золота примерно совпадает с темпом среднего роста долгосрочных корпоративных облигаций (5,8 %).

Облигации. Доходность облигаций и особенности работы с ними мы обсудили на предыдущем шаге.

Акции. Король вашего портфеля. Актив, имеющий наивысшую доходность. Но, к сожалению, и наивысшую волатильность — наибольшее СО и, соответственно, риск. Мы на Шаге 50 и в Главе 4 подробно разобрались с этим инструментом и особенностями работы с ним.

Получается, что, когда вы перенесли обсуждение **недвижимости** в ваш инвестиционный портфель на более низкий уровень формирования портфеля и определили размер **наличных** в вашем портфеле необходимым объемом подушки безопасности, вам осталось на верхнем уровне составления портфеля определить только пропорции между тремя оставшимися активами: **акции, облигации, золото**. И на этом ваша работа на верхнем уровне заканчивается. Дальше на более низком уровне надо будет только уточнить, что конкретно в составе двух классов инструментов **акции** и **облигации** вам включить в портфель. И все. Просто? Совсем нет!

От вашего решения — как распределить пропорции между **акциями, облигациями** и **золотом** — будет принципиально зависеть успешность вашего инвестирования, успешность реализации целей вашего долгого инвестиционного процесса, а значит и успешность главной цели — стать финансово независимым человеком. Эти слова — не пустышка, они подтверждены многочисленными исследованиями.

На Шаге 50 мы подробно обсуждали, как снизить риск портфеля, состоящего только из **акций** (разумеется, **наличные** всегда должны присутствовать в любом портфеле, и в таком — тоже). Там же мы обсуждали, что это вариант далеко не для всех подходит. Как же поступить вам?

Посмотрите: в конце на Шаге 50 перечислены обстоятельства, при которых стоит или не стоит выбирать вариант «только акции». И, допустим, в вашем случае следует отказаться от такого варианта. Что в этом случае вам делать?

Мы уже знаем, что включение в портфель еще какого-то класса активов, кроме **акций**, позволит снизить волатильность (уменьшить СО) портфеля в целом, если корреляция этого актива с активом **акции** невелика. Это снижает колебания и риск всего портфеля. Надо сказать, что и **облигации**, и **золото** в силу особенностей, которые мы обсудили раньше, имеют невысокий коэффициент корреляции с **акциями** на длинных временных интервалах. Поэтому их включение в портфель даже в небольшом объеме может существенно уменьшить волатильность (колеблемость) портфеля в целом, а значит и уменьшит инвестиционный риск. Если еще производить и ребалансировку портфеля, то в некоторых случаях (но не всегда) это будет приводить и к увеличению доходности портфеля (вспомните Николая в «Сказке»). Но что добавлять в портфель — **облигации**, **золото**, или и то, и другое?

Для начала надо определить долю **акций** в вашем портфеле. И это будет самое главное ваше решение. После того, как вы его примете, вам надо будет поддерживать эту долю много лет, что бы ни случилось. Поэтому стоит отнестись очень серьезно к этому выбору.

Считается, что в среднем сбалансированном портфеле акции составляют примерно 60 %. Если у вас акции составляют 70–80 %, то у вас будет более волатильный (довольно сильно колеблемый), более агрессивный, но и более доходный портфель. Если же у вас акции составляют 30–40 %, то считается, что у вас сформирован низковолатильный консервативный, но и менее доходный портфель.

***Замечание.** Бенджамин Грэм советовал пропорции акций и облигаций в инвестиционном портфеле всегда иметь в долях от 25% на 75% до 75% на 25%, и никогда не выходить за эти рамки. Про золото он вообще не упоминал. Но сегодня многие специалисты допускают в некоторых случаях и портфель, состоящий полностью из акций.*

Определитесь, какой вы инвестор: консервативный, агрессивный или сбалансированный. Многое зависит не только от вашего характера, но и от ваших обстоятельств: можете ли вы в течение длительного периода не извлекать средства из вашего инвестиционного фонда? Если нет — выбирайте более консервативный вариант. Если да, и, кроме того, вы способны пережить потери в течение 2–3 лет, выбирайте агрессивный вариант. Если же, скажем, через 5–7 лет вам надо будет уже начать извлекать средства, может быть, вам подойдет сбалансированный вариант.

Допустим, вы решили, что акции будут составлять 60 % вашего портфеля. Что дальше?

Дальше вычитаем из оставшихся 40 % портфеля величину в процентах ваших **наличных** в портфеле (напомню, примерно 6 месячных бюджетов вашей семьи, но не менее 5 % от объема портфеля). Допустим, это в вашем случае получилось 10 % от всего вашего портфеля. Тогда остается 30 % портфеля, которые надо распределить между **золотом** и **облигациями**. Давайте предположим, что вы разделили эти средства пополам между этими двумя классами активов 15 % — облигации, 15 % — золото.

Все. Ваш портфель на верхнем уровне сформирован. Вот он:

Акции — 60 %,

Облигации — 15 %,

Золото — 15 %,

Наличные (включая краткосрочные обязательства, обсудим эти детали позже) — 10 %.

Сейчас вы можете сделать очень важную для всей вашей будущей финансовой жизни оценку. Вы можете — и должны — оценить, какой среднегодовой доход будут вам приносить ваши инвестиции. Каждый класс инвестиций будем оценивать осто-

рожно. Если удастся реально получить более высокую доходность, пусть это будет для нас приятным сюрпризом.

Акции вам дадут — смотрим таблицу 3.1 на Шаге 26 — в среднем 10 % годовых (мы знаем приемы увеличения этого процента, но пока забудем о них, будем оценивать осторожно). Но поскольку в акциях у вас только 60 % от общего объема инвестированных средств, то доход от них составит $0,1 \times 0,6 = 0,06 = 6\%$ от общего объема инвестированных вами средств.

Облигации вам дадут (та же таблица) 5 % годовых от объема инвестированных в них средств. А от объема всех инвестированных вами средств это составит $0,15 \times 0,05 = 0,0075 = 0,75\%$ от общего объема ваших инвестиций.

Золото. Те же 5 % среднегодовой доходности, те же 15 % портфеля. Тот же результат: 0,75 % от общего объема ваших инвестиций.

Наличные (краткосрочные обязательства). Здесь мы возьмем оценку ниже, чем в таблице 3.1 Шага 26. Дело в том, что в России мы более ограничены в возможностях получать доход от этого класса активов. А по своей сути эти средства должны быть очень ликвидны, всегда под рукой. Оценим доходность этого актива в 1 % годовых в среднем. И всего мы получим от них совсем небольшой доход 0,01 % годовых.

Итак, среднегодовая доходность такого портфеля может быть оценена в $6 + 0,75 + 0,75 + 0,01 = 7,51\%$. Округлим до 7,5 %. Это в долларе. Если считать среднегодовую девальвацию рубля к доллару, как мы уже раньше оценивали, примерно в 5,5 % годовых, то рублевая доходность такого портфеля составит примерно 13 % годовых в среднем.

Конечно, это довольно осторожная оценка. Мы будем использовать приемы, которые позволят ее повысить. Но для планирования своих финансовых перспектив стоит оставить определенный запас прочности на всякий случай. Потому что всякие случаи реально происходят в жизни. Давайте ориентироваться на эту осторожную оценку.

Если ваш инвестиционный фонд составляет, скажем, 200 тысяч рублей, то такой портфель позволит вам получить доход в сред-

нем размере 31 тысяча в год. Теперь имеет смысл вновь посмотреть ваш личный инвестиционный план (вспомните Шаги 14 и 15). Хватает такой доходности для реализации ваших инвестиционных целей? Если нет, то что-то надо менять. Или цели в сторону их уменьшения, или портфель в сторону повышения его доходности.

Соотнеся план с доходностью портфеля несколько раз, вы, наконец, выберете такой портфель и такие цели, которые соответствуют друг другу. Только убедитесь при этом, что степень волатильности этого плана комфортна вам, что вы вытерпите колебания ваших активов.

На этом завершается работа с портфелем на верхнем его уровне. Далее надо будет наполнять каждый из классов ваших активов конкретным содержанием, конкретными акциями, облигациями, фондами и другими инструментами. Это работа нижнего уровня.

Шаг 52. МОЙ ПОРТФЕЛЬ

Обычно финансовые и инвестиционные консультанты не любят раскрывать тайну собственного портфеля. Аргумент такой: у каждого инвестора своя ситуация, и ему нужен свой портфель, поэтому мой портфель вам ни к чему. Это верно.

С другой стороны, начинающему инвестору очень полезно увидеть «живой» портфель, реально существующий, работающий и приносящий доход. И я ведь не инвестиционный консультант, я просто инвестор. Поэтому отступлю от правил и опубликую свой инвестиционный портфель.

Но начать надо с моей личной истории, чтобы было понятно, как от личных обстоятельств я пришел к своей структуре портфеля. Мне 70 лет. Я не работаю. Весь свой доход, на который я живу и которым покрываю свои обязательства перед другими людьми, я получаю от инвестиций. Поэтому понятно, что портфель у меня весьма консервативный. Я квалифицированный инвестор. Толерантность к волатильности — выше средней. По стилю я долгосрочный инвестор, мой горизонт — не менее 5 лет. А сверху он длится до 15 лет и более, поскольку я не ограничиваю свои инвестиции сроком своей жизни, а надеюсь, что мои наследники продолжат после меня это благое дело.

В настоящий момент так сложились личные обстоятельства, что мне будет не хватать того дохода, который я сейчас получаю в весьма спокойном режиме. Поэтому в течение 1–2 лет я собираюсь модифицировать свой портфель, который станет несколько более агрессивным, более рискованным, но и более доходным. Таким образом, портфелей два: тот, который есть сейчас, и тот, который является моей целью на ближайшие пару лет.

Я представлю данные только в процентном отношении и с точностью до классов активов. В настоящий момент мой портфель таков:

Таблица 5.14.

Портфель в настоящий момент

Активы	Доля в портфеле	Доходность	Рост портфеля
Наличные	3 %	0,0 %	0,00 %
Краткосрочные долговые инструменты	22 %	3,0 %	0,66 %
Золото	6 %	5,0 %	0,30 %
Среднесрочные облигации	30 %	4,5 %	1,35 %
Долевые инструменты (Акции): 39 %			
— Пассивные инвестиции в индексы	19 %	11,0 %	2,09 %
— Активные инвестиции (отбор акций)	20 %	14,0 %	2,80 %
ИТОГО	100 %		7,20 %

Инвестиции 100 % в долларах. Величины доходностей подтверждаются фактическими данными за прошлые годы. Среднесрочные облигации куплены в предположении, что я буду использовать их по стратегии «Держать до гашения», но в связи с необходимостью повысить доходность портфеля в течение ближайших двух лет придется продать треть этих облигаций. Впрочем, они будут проданы по цене не ниже цены их приобретения, таким образом сама продажа не вызовет потерь доходности, скорее наоборот.

Строка «Пассивные инвестиции в индексы» представляет собой несколько ETF американских индексов акций.

Колонка «Прирост портфеля» показывает доходность по данному классу инструментов в процентах от общего объема портфеля.

Это консервативный портфель. Как видим, общая доходность портфеля невелика, поскольку в нем много низкодоходных процентных ценных бумаг. Зато этот портфель позволяет в любой момент взять наличные в значительном объеме за счет краткосрочных долговых инструментов и просто наличных на текущем счете без потери на доходности. Это, как понятно, важно

в возрасте, когда болезнь может подкрасться незаметно. Собственно акции, которые и приносят инвестору самый существенный доход, составляют в этом портфеле чуть менее 40 %. Мало, конечно. Но это меня вполне устраивало до настоящего времени.

Стоит отметить, что это долларовый доход. В рублях цифра несколько иная. Изменения курса рубль/доллар в разные годы очень сильно варьировались, но я взял для себя за правило считать, что среднегодовая девальвация рубля составляет примерно 5,5 % в год. Это осторожная оценка. Фактически в последние 3 года девальвация составляла в среднем 25 % годовых, в последние 10 лет — 10 % годовых, а в последние 15 лет — только 5 % годовых.

Таким образом, если принять среднюю девальвацию рубля к доллару в размере 5,5 % годовых, то можно оценить рублевую доходность моего портфеля в 12,7 % годовых. Не выдающееся достижение, конечно. Но очень спокойно.

Однако жизнь потребовала изменить пропорции портфеля, сделав его более доходным, но и более волатильным. Вот портфель, который я выбрал в качестве своей цели на ближайшие год-два:

Таблица 5.15.

Портфель, выбранный в качестве цели на ближайшие годы

Активы	Доля в портфеле	Доходность	Рост портфеля
Наличные	3 %	0,0 %	0,00 %
Краткосрочные долговые инструменты	11 %	3,0 %	0,15 %
Золото	4 %	5,0 %	0,30 %
Среднесрочные облигации	20 %	4,5 %	1,35 %
Долевые инструменты (акции): 39 %			
— Пассивные инвестиции в индексы	22 %	11,0 %	2,42 %
— Активные инвестиции (отбор акций)	40 %	16,0 %	6,40 %
ИТОГО	100 %		10,62 %

Это уже будет сбалансированный портфель, причем на границе с агрессивным. Переходить эту границу я не могу по возрастным ограничениям. Как видим, здесь доходность прогнозируется существенно выше — 10,62 % годовых в долларе. За счет

чего? Изменились пропорции. Здесь акций стало существенно больше — 62 % всего объема портфеля, а доля самостоятельно отбираемых акции выросла по отношению к пассивным инвестициям в индексы. Таким образом, инвестиции в акции, которые я отбираю на основании фундаментального анализа, вырастут в сравнении с их долей в сегодняшнем портфеле в два раза. Более того, я взял на себя обязательство увеличить среднегодовую доходность по активной части портфеля. Для этого мне придется уделять больше времени поиску и анализу перспективных компаний, акции которых имеет смысл добавить в портфель. Надеюсь выполнить это задание.

Вот за счет этих изменений я планирую в целом по портфелю увеличить среднегодовую доходность на 60 % (в долларе) — примерно до 10 % годовых вместо примерно 7 % годовых. Но мне надо быть готовым к тому, что доход моего портфеля при этом станет менее стабильным год от года. И я готов к этому, в психологическом плане это меня не будет сильно напрягать.

Надо заметить также, что данный портфель является все же сбалансированным по своему составу. Инвестор с агрессивным портфелем может получить большую среднегодовую доходность, но и она ограничена примерно 11–13 % среднегодовых в долларе. Или 16,5–18,5 % в рублях. Но никак не более. Привожу эти цифры просто для того, чтобы начинающий инвестор научился соизмерять свои фантазии с реальностью.

ПРИМЕЧАНИЕ. Цифры доходностей в таблицах — это плановые цифры. Фактические средние значения доходности будут немного другими, иногда — немного выше. Это происходит в основном по двум причинам:

- на нижнем уровне инвестор использует приемы, которые дают возможность еще чуть-чуть увеличить доходность и несколько снизить риск;
- ребалансировка иногда добавляет суммарную доходность к портфелю.

Собственно, именно этим нам и надо будет сейчас заняться: обсудить, как формировать конкретный портфель на нижнем уровне и как его ребалансировать.

Шаг 54. СОСТАВЬТЕ СВОЙ ПОРТФЕЛЬ САМИ. НИЖНИЙ УРОВЕНЬ

На нижнем уровне необходимо раскрыть каждый класс активов, из которых вы составили свой портфель на верхнем уровне, то есть, выбрать конкретное наполнение каждого класса активов, ответить на вопрос «Что конкретно покупать?» Степень детализации портфеля и общее число позиций в нем существенно зависят от объема ваших инвестиций.

Например, если ваши инвестиции составляют 5 тысяч долларов, то вам не нужны в портфеле десятки позиций. Наличные, один ETF, копирующий S&P 500, которым будут представлен класс **акций**, один ETF облигаций, скажем, Vanguard Total Corporate Bond ETF (VTC), и несколько золотых монет «Георгий Победоносец» — вот и весь портфель нижнего уровня в этом случае. То есть, при небольшом объеме портфеля каждый класс активов может быть представлен одним, максимум — двумя наименованиями конкретных активов. Причем предпочтение стоит отдавать в этом случае индексным фондам (взаимным или ETF), а не формировать наборы ценных бумаг самостоятельно. Потому что каждая акция индексного фонда сама по себе уже содержит сотни наименований ценных бумаг, входящих в состав соответствующего индекса. То есть, в каждой вашей позиции, в каждой акции купленного вами индексного фонда, скрыта уже большая диверсификация. В этом случае работы над составлением портфеля нижнего уровня (детализированного до позиций) совсем немного.

Если же объем ваших инвестиций существенно больше, скажем, 50 тысяч долларов, то вам надо в каждом классе активов выбрать несколько конкретных активов. А в случае, когда объем ваших

инвестиций весьма большой, скажем, от 500 тысяч долларов и выше, то вам в каждом классе активов надо сначала выделить подклассы, а затем выбрать уже конкретные активы в каждом таком подклассе, в которые вы будете конкретно инвестировать.

Задача грамотного составления инвестиционного портфеля состоит в том, чтобы снизить волатильность портфеля по сравнению с входящими в портфель активами и при этом не сильно снижать доходность портфеля, а по возможности даже увеличить ее. Задача очень трудная, но очень важная. Мы с вами в этой главе уже с разных сторон подбирались к ее решению, обсуждая различные приемы, которые позволяют инвестору это сделать. Но сейчас, когда перед нами стоит совершенно конкретный вопрос: «Так что же покупать?», — я обязан отметить, что в этой части работы инвестор обычно опирается в большей степени на опыт и интуицию, чем на научные результаты.

Потому вы, уважаемый читатель, сейчас должны особо настроиться и вспомнить Правило № 1. То, что здесь будет изложено, является лишь моим мнением, мнением частного инвестора, который отнюдь не претендует на звание специалиста по составлению портфелей.

Авторы книг по составлению портфелей предлагают рассчитывать коэффициенты корреляции между парами активов, чтобы включить в портфель активы с низкой корреляцией и тем самым снизить риск. Но коэффициенты корреляции мы можем рассчитать только на прошлых значениях этих активов, а мы уже отмечали на Шаге 48, что прошлые значения не обязательно будут повторяться в будущем. Поэтому я лично больше полагаюсь не на вычисленные значения коэффициентов корреляции, а на экономически обоснованную логическую связь между колебаниями разных активов. Мне такое обоснование кажется более прочным, чем просто вычисленный коэффициент. Это не значит, что не надо считать коэффициенты корреляции. Просто после их расчета имеет смысл спросить себя: «Я понимаю, почему в данном случае коэффициент корреляции получился таким большим, или таким маленьким, или оказался около нуля?» Если понимания нет, то, может быть, стоит достаточно

скептически отнестись к самому числовому результату. Либо надо скептически отнестись к своему уровню понимания.

Другой проблемой является то, что, если активов в вашем портфеле достаточно много, количество всевозможных пар между ними становится огромно. И коэффициенты корреляции между всеми парами вычислить уже очень трудно чисто технически. Например, если у вас 20 активов в портфеле, то вам надо рассчитать коэффициенты корреляции между $20 \times 19/2 = 190$ парами активов. И даже если вы проделаете эту большую работу, встанет вопрос, что вы будете делать с результатами? Среди такого большого количества коэффициентов корреляции совершенно точно вам встретятся всякие — и очень большие, и очень маленькие, и — главным образом — средние. И как отобрать активы, которые попарно будут обладать только небольшими коэффициентами корреляции — это совершенно непонятно, часто такая задача нерешаема. Тут отдельным вопросом является то, что мы будем считать активами, корреляцию между которыми мы будем рассчитывать. Будут это единичные бумаги (если они представлены в вашем портфеле) или их группы (например, по секторам экономики или по регионам). Это отдельный и интересный вопрос, который мы в этой книжке не будем обсуждать вообще.

Есть еще одна проблема. Вы иногда будете сталкиваться с активами, по которым еще нет длинного периода наблюдений и, соответственно, нет еще хорошей прошлой статистики. Для такого актива вы не сможете рассчитать коэффициент его корреляции с другим активом просто потому, что у вас нет данных для расчета.

Теперь, после этих предварительных замечаний, учитывая все проблемы, перейдем к формированию нижнего уровня инвестиционного портфеля, к наполнению конкретным содержанием тех классов активов, которые мы включили в портфель на верхнем уровне.

Лучше всего это сделать на примере. Допустим, что объем инвестиций у условного инвестора «Иван Иванович Иванов» составляет 50 тысяч долларов США. Допустим, на верхнем уровне Иван Иванович выбрал именно такие пропорции классов активов, какие мы обсуждали на Шаге 52, а именно:

Акции — 60 %,
Облигации — 15 %,
Золото — 15 %,
Наличные — 10 %.

То есть был выбран сбалансированный портфель, который позволяет ожидать на длинных интервалах умеренную доходность при умеренном риске. Теперь посмотрим, как Иван Иванович наполнил эти активы конкретным содержанием. Допустим, он начал свои инвестиции 2 января 2018 года. Он не является инвестиционным специалистом, но он уже знал к началу своей инвестиционной деятельности то, что и вы знаете сейчас из чтения этой книжки. Вот как он рассуждал и как он действовал в начале 2018 года, вот какой инвестиционный портфель он себе сформировал.

Наличные

Составляют 10 % от всего портфеля, то есть, 5 тысяч долларов. По курсу на 02.01.2018 это равнялось $5000 \times 57,24 = 286\,200$ рублей. Этого только-только хватает Ивану Ивановичу на подушку безопасности. Его ежемесячные затраты составляют 45–50 тысяч рублей. Объема наличных в его портфеле хватает на 6 месяцев его бюджета. Эти деньги ему нужны на всякий случай, например, если он потеряет работу, поэтому он хранит эти деньги на счетах в Сбербанке — самом надежном банке России, чтобы деньги всегда были под рукой — вдруг понадобятся срочно. Поскольку Иван Иванович живет в России и все траты он производит в рублях, то он разделил свои наличные на две части.

200 тысяч рублей он положил на вклады, которые называются в Сбербанке «Без паспорта» и дают 6,5 % годовых в рублях. Это вклад на 5 месяцев. И минимальная сумма по нему — 50 тысяч рублей. А Ивану Ивановичу нужно, чтобы деньги всегда были под рукой. Поэтому он открыл 4 таких вклада, каждый по 50 тысяч рублей, и каждый он открывал вслед за другим через 38 дней. Поэтому через 38 дней после открытия последнего, четвертого вклада у него как раз заканчивается срок первого вклада. И если он его не снимает, то вклад автоматически возобновит свое действие на очередные 5 месяцев. Благодаря такому «револьверному» распределению

вкладов у Ивана Ивановича, с одной стороны, неплохой процент по вкладу, перекрывающий сегодняшнюю инфляцию (или примерно равный инфляции). А с другой стороны, если ему вдруг потребуются деньги на жизнь, то у него всегда существует вклад, который начат не раньше, чем 38 дней назад (или меньше). И если он прекратит этот вклад досрочно и снимет деньги, то его потери составят только 6,5 % годовых за период в 38 дней от суммы вклада в 50 тысяч рублей. Что составит 338 рублей (или меньше, если последний из четырех вкладов открыт, точнее — продлил свое действие менее, чем 38 дней назад). Риск потери 338 рублей Иван Иванович осознает и считает, что доход по такому «револьверному вкладу» в размере 13 тысяч в год (6,5 % от 200 тысяч рублей) вполне компенсирует такой риск. Ведь если бы он держал эти 200 тысяч рублей «под матрасом», то они всегда были бы под рукой, но Иван Иванович не зарабатывал бы на них 13 тысяч рублей в год. Поэтому Иван Иванович выбрал вариант «револьверных вкладов» в Сбербанк, чтобы спасти эти средства от инфляции.

Оставшаяся сумма 86 200 рублей у него хранится не в рублях, а в долларах, что составляет 1570 долларов. Эти доллары Иван Иванович также хранит на вкладах в Сбербанке. У него два вклада в долларах «Сохраний Он Л@йн» под 1,87 % годовых, по 785 долларов и на 366 дней каждый. Второй из них открыт через полгода от момента открытия первого. Эта долларовая часть приносит ему доход 29,34 доллара в год. И в любой момент в течение года до ближайшего окончания вклада у Ивана Ивановича остается не более полугода. Поскольку при возникновении внезапной потребности в деньгах (если Иван Иванович потеряет работу) первые 5 месяцев он проживет за счет снятия своих рублевых вкладов, то, сняв через полгода (или раньше) закончившийся один из долларовых вкладов, он переживет свои проблемы по крайней мере в течение полугода, не затрагивая своих остальных инвестиций.

При этом Иван Иванович умудряется еще и некоторый доход получать от своей подушки безопасности. Подсчитаем его доход за 2018 год. Рублевая часть вклада принесла ему **13 тысяч рублей в год** дохода. А долларовая часть вклада приносит 1,87 % в год плюс годовая девальвация рубля к доллару. Годовая девальвация

каждый год разная. Но в 2018 году рубль к доллару девальвировал на 16,5 процента. Таким образом, в 2018 году доходность в рублях по этой части вклада составила $1,87 + 16,5 = 18,17\%$ годовых в рублях или **16442 рубля**. Разумеется, надо помнить, что эта часть будет совершенно разной в разные годы. Итак, всего в рублях по классу активов **наличные** годовой доход Ивана Ивановича составил в 2018 году **29442 рубля**, что от его инвестиций в этот класс активов составило $29442/286200 = 10,28\%$ годовых. Это номинальная доходность в рублях. При инфляции за 2018 год в 4 % годовых (данные Росстата) реальная (после учета инфляции) доходность по этой части портфеля составит 6,28 % годовых. Надо иметь в виду, что фактическая инфляция в России многими оценивается выше, чем указывает Росстат. Поэтому реальная доходность этой части портфеля может быть ниже. Вы можете поставить свою оценку инфляции для получения более реалистичного результата.

Надо отдавать себе отчет, что доходность в этой части не всегда будет столь высокой. Мы в плановых оценках на Шаге 52 закладывали доходность в этой части портфеля на уровне 1 % годовых. В 2018 получилось выше. Но не всегда будет так.

Золото

Золото в портфеле Ивана Ивановича составляет 15 % или 7500 долларов.

В этом классе активов у Ивана Ивановича две позиции:

— **10 штук золотых монет** «50 рублей «Георгий Победоносец»», выпускаемых Центральным банком России весом $\frac{1}{4}$ тройской унции (7,78 грамм чистого золота), которые были куплены в начале 2018 года по цене 20690 рублей за штуку. Всего на сумму 206 900 рублей. Сегодня, в конце 2018 года, цена монеты составляет 22500 рублей за штуку, всего на сумму 225000 рублей. Доходность по этой позиции составила **8,7 % годовых** в рублях.

— **безналичное золото на счете в объеме 2,946 унции**, что на начало 2018 года при цене 1319 долларов за тройскую унцию (тройская унция — это примерно 31,1 грамма) составляло 3886 долларов, а в конце года при цене 1258 долларов за унцию состав-

ляет 3756 долларов. Как видим, здесь у Ивана Ивановича получились **убытки в долларах в размере 130 долларов** или 3,3 % годовых. Однако в связи с тем, что рубль в 2018 году оказался девальвирован на 16,5 %, в рублях получилась **прибыль в 13,2 %**.

Акции

Акции составляют самую существенную долю портфеля Ивана Ивановича. На начало 2018 года они занимали 60 % портфеля, или составляли 30 тысяч долларов. Иван Иванович возлагает на акции самые большие надежды в смысле роста своих активов. Он сторонник самостоятельного отбора акций на основании фундаментального анализа и считает (в отличие от мнения, которое сегодня доминирует у инвестиционных специалистов), что если отобрать акции хороших компаний, имеющих долгосрочное конкурентное преимущество, то можно получить на длинных временных интервалах доходность выше среднерыночной. Поэтому он включил в свой портфель акции отдельных компаний.

Однако он не чувствует себя специалистом в экономике предприятия и не уверен, что он сможет глубоко вникнуть в состояние дел в компании на основании ее финансовых отчетов. Да и с английским у него не очень хорошо, а ведь все отчеты компаний написаны на английском. Поэтому он решил разделить те 30 тысяч долларов, которые он вкладывает в акции, на две части: 20 тысяч долларов он решил вложить в индексные ETF акций, а 10 тысяч долларов — в одиночные акции хороших компаний, которые он отберет по принципам экспресс-анализа с учетом наличия у компаний долгосрочного конкурентного преимущества и разумной цены акций.

Для формирования этой второй части Иван Иванович серьезно потрудился. Правда, этот труд за весь год потребовался ему только один раз, когда он в начале 2018 года решил отобрать хорошие компании для покупки их акций. Для этого он в таблице Excel прошил все формулы, которые нужны для экспресс-анализа. Потом он проверил довольно много компаний на предмет того, каким получается суммарный балл экспресс-анализа

у этих фирм. И среди всех проверенных им компаний он нашел только 15 фирм, у которых суммарный балл экспресс-анализа был весьма высоким. Вот тикеры этих фирм:

TSCO, ICLR, STOR, NVDA, RHI, EW, BIIB, MA, V, LUV, FB, ALK, CERN, SBUX, AMAT.

Затем Иван Иванович посмотрел по сайту Morningstar, какие из этих компаний имеют, по мнению специалистов, долгосрочное конкурентное преимущество (экономический ров). Оказалось, что три компании из отобранных — STOR, ALK и LUV — вообще не имеют экономического рва. Компании LUV и ALK Иван Иванович исключил из списка, а STOR оставил, поскольку он прочитал, что Уоррен Баффет тоже купил акции этой компании, а Баффету Иван Иванович доверял.

А четыре компании — NVDA, EW, FB и CERN — имели недопустимо высокую цену, их P/E был больше 35. Их тоже пришлось исключить. Оставшиеся девять компаний имеют экономический ров и разумную цену акций. Иван Иванович решил купить акции этих девяти компаний, вложив в каждую из них примерно равные деньги — около 1100 долларов в каждую. Вот, что у него получилось в его активной части портфеля на момент покупки — в начале 2018 года:

Таблица 5.16.

Активная часть портфеля И.И. Иванова в начале 2018 года

Тикер	Цена покупки	Штук	Всего
TSCO	79,44	15	1191,6
ICLR	117,62	10	1176,2
STOR	25,35	42	1064,7
RHI	56,31	18	1013,58
BIIB	342,49	3	1027,47
MA	159,04	7	1113,28
V	118,86	10	1188,6
SBUX	59,61	17	1013,37
AMAT	54,60	22	1201,2
ВСЕГО			9990

А большую часть от актива **акции** — 20 тысяч долларов — Иван Иванович решил вложить все же в индексные фонды. Поскольку он пока еще начинающий инвестор, он не очень надеялся на то, что он грамотно отобрал компании на основании фундаментального анализа их деятельности. Именно поэтому большую часть — две трети своих вложений в акции — он решил вложить в индексные фонды, которые дадут ему среднерыночный доход.

Но тут у Ивана Ивановича опять возникла проблема. Индексных фондов акций в мире оказалось тысячи. Как из них выбирать? Есть индексные фонды по странам и континентам. Есть по отраслям — медицина, недвижимость, нефть и газ — и так далее. Есть по размеру компаний: большие, маленькие, средние. Есть по размерам выплачиваемых дивидендов. И много еще разных индексов и индексных фондов. Тут Иван Иванович задумался. Если при отборе компаний у него были хотя бы понятные критерии: фирма устойчиво растет, у нее конкурентное преимущество, цена акций не завышена, то как выбирать индексные фонды?

Во-первых, Иван Иванович решил выбирать только фонды больших управляющих компаний: у которых большие объемы каждого фонда, а комиссии, наоборот, небольшие. Он нашел две такие компании: Vanguard и BlackRock. Теперь ему надо было выбрать конкретные индексные фонды. Он решил не брать много фондов, остановиться всего на нескольких, чтобы было легче их отслеживать.

Иван Иванович после размышлений решил половину своих средств из тех, которые он решил направить в индексные фонды, вложить в фонд, повторяющий индекс S&P 500. Все же это как бы «основной индекс», все его используют, когда хотят понять, куда движется рынок. И о нем известно, что на больших промежутках времени он давал в прошлом около 10 % годового дохода в среднем. И хотя Иван Иванович понимал, что в будущем может все быть и по-другому, он все же решил купить ETF **VOO** компании Vanguard, который повто-

ряет индекс S&P500. Он решил держать его долго и надеялся получить от этих вложений что-нибудь около 10 % годовых в среднем. Всего Иван Иванович в начале 2018 года купил 40 акций VOO по 251,25 долларов за акцию на сумму 10 050 долларов.

У Ивана Ивановича еще осталось около 10 тысяч долларов для вложений в индексные фонды. Он долго размышлял, во что их вложить. Размышлял он так. США славятся своими успехами в высоких технологиях. К этим высоким технологиям относятся прежде всего информационные технологии и биомедицинские технологии. Это самые прорывные технологии XXI века. И США, пожалуй, лидируют в этих технологиях. Он надеялся, что индексы этих отраслей дадут ему более высокую доходность, чем индекс S&P 500. Поэтому он решил купить американские индексные фонды, копирующие индексы отраслей IT и Healthcare: ETF информационных технологий **VGT** и ETF медицины **VHT**. Оба фонда управляющей компании Vanguard, у которой низкие комиссии.

И стоит включить еще отрасль недвижимости, думал Иван Иванович, поскольку она по смыслу совсем другая, чем прорывные высокие технологии. Там деньги зарабатываются понемногу, но стабильно. У этой отрасли коэффициенты корреляции с областями высоких технологий должны быть не очень велики. Надо бы индекс отрасли недвижимости включить в портфель через соответствующие индексные фонды. Тем более что по законодательству США не менее 90 % прибыли REITs выплачивают в виде дивиденда. И дивиденды у них получаются высокие, больше, чем у других отраслей. А компании высоких технологий редко платят дивиденды. Зато быстро растут. Вот почему Иван Иванович решил включить в свой портфель акций ETF **VNQ** все той же компании Vanguard, который содержит акции именно компаний недвижимости. Все три индексных фонда Иван Иванович решил купить примерно поровну. Таким образом, пассивная часть портфеля акций у Ивана Ивановича получилась в начале 2018 года такая:

Таблица 5.17.

Пассивная часть портфеля И.И. Иванова в начале 2018 года

Тикер	Цена покупки	Штук	Всего
VOO	251,25	40	10 050,00
VGT	171,55	19	3 259,45
VHT	158,89	21	3 336,69
VNQ	81,05	41	3 323,05
ВСЕГО			19 969,19

Тут, откровенно говоря, было над чем подумать Ивану Ивановичу. Например, известно, что акции малых предприятий опережают рост больших компаний, представленных S&P500. Поразмыслив, Иван Иванович все же воздержался от их включения в свой портфель. Все же с крупными компаниями как-то спокойней. Также была возможность включить в портфель акции быстро растущих фирм — есть такой индекс. Но тоже воздержался. Еще Иван Иванович узнал, что есть индекс недооцененных компаний, акции которых стоят дешевле их справедливой цены. Также заманчиво. Но и тут Иван Иванович воздержался. Не хотел он, чтобы в его пассивной части портфеля было слишком много разных фондов.

Отдельной проблемой Ивана Ивановича было то, что он купил только фонды США. А вообще-то обычно специалисты советуют покупать также индексы акций разных стран. Тут после размышлений Иван Иванович пришел к такому выводу: «Я совершенно не представляю себе экономику разных стран. Про США я хотя бы знаю, что это передовая в технологическом плане страна. А про другие страны я ничего определенного сказать не могу. Как же я буду выбирать? Наверное, не стоит лезть в то, в чем ты не смыслишь. Пусть пока будут только американские акции. А дальше посмотрим».

Итак, класс акций Иван Иванович сформировал. Ему осталось только купить облигации, в которые он собрался вложить 7500 долларов.

Облигации

Главная проблема, над которой размышлял Иван Иванович при определении конкретного состава облигаций: покупать одиночные облигации или купить индексный фонд (взаимный или ETF) облигаций? Индексные фонды облигаций не дают инвестору возможности использовать стратегию «купи и держи до гашения», поэтому при покупке фонда нельзя вычислить конкретную доходность по этому активу. Доходность за несколько лет будет зависеть от того, по какой цене через несколько лет будет продаваться акция или пай данного облигационного фонда. А при покупке отдельных облигаций заранее можно вычислить конкретный доход за каждый год до самого гашения облигаций.

Такая уверенность в своем будущем (если только эмитент не допустит дефолт) Ивану Ивановичу очень нравилась. «Если уж у меня в акциях ничего заранее неизвестно, то хотя бы в облигациях я буду уверен, какую доходность получу», — думал он. Конечно, доходность по облигациям будет ниже, чем по акциям, так хоть уверенность будет, заранее буду знать, что я получу за каждый год стабильный доход. А с фондом облигаций так не получится, конкретную доходность не вычислить.

Чтобы не допустить дефолта, надо выбирать облигации таких эмитентов, которые имеют высокий рейтинг, а кроме того — чтобы ты сам знал компанию-эмитента и понимал, что с ней все будет хорошо. Так рассуждал Иван Иванович. Поэтому он стал искать подходящие облигации: с довольно высокой доходностью и хороших, заслуживающих доверия, эмитентов.

Все эти рассуждения привели его к тому, что он решил покупать евробонды российских компаний, заслуживающих доверия. После поисков в интернете Иван Иванович выбрал еврооблигации «Норникель-4-22-евро» которые эмитированы в евро (это хорошо, будет и евро в портфеле) с датой гашения 14.10.2022 (чуть меньше 5 лет — не слишком долго, решил Иван Иванович). Эти облигации дают ему фиксированную доходность 5,3 % в год. Иван Иванович не стал покупать много разных облигаций. Решил вложить все 7500 долларов (6466 евро) в «Норникель». Облигация имеет регистрационный номер XS1298447019

и номинал 1000 евро, а продавались они по 1032 евро за штуку. Поэтому Иван Иванович смог только 6 облигаций купить. Затратил 6192 евро. И еще 274 евро у него осталось на счете.

Итак, все инвестиции Ивана Ивановича на 01.01.2018 можно представить в виде таблицы:

Таблица 5.18.

Портфель И. И. Иванова на начало 2018 года

Класс актива	Валюта	Тикер	Цена покупки	Штук	Всего	В долларах	В евро	В рублях
акции	доллары США	TSCO	79,44	15	1 192			
		ICLR	117,62	10	1 176			
		STOR	25,35	42	1 065			
		RHI	56,31	18	1 014			
		BIIB	342,49	3	1 027			
		MA	159,04	7	1 113			
		V	118,86	10	1 189			
		SBUX	59,61	17	1 013			
		AMAT	54,60	22	1 201			
		ВСЕГО			9 990	9 990		
фонды акций	доллары США	VOO	251,25	40	10 050			
		VGT	171,55	19	3 259			
		VNT	158,89	21	3 337			
		VNQ	81,05	41	3 323			
		ВСЕГО			19 969	19 969		
Облигации	евро	НорНикель	1032	6	6 192			
		ВСЕГО			6 192		6 192	
Золото	рубли	монеты "Г П"	20690	10	206 900			206 900
	доллары	безнал. золото	1319	2,946	3 886	3 886		
Наличные	рубли	вклад	50000	4	200 000			200 000
	доллары	вклад	785	2	1 570	1 570		
		остаток					234	
Общий итог						35 415	6 426	406 900
Общий итог в долларах						49 933		
Общий итог в евро							43 046	
Общий итог в рублях								2 876 162

Как мы видим, у Ивана Ивановича примерно 70 % его портфеля представлено в долларах, а остальное примерно поровну в евро и рублях. То есть портфель диверсифицирован по валютам с доминированием доллара. Портфель также диверсифицирован по классам активов с доминированием (60 %) класса «Акции». В самом классе «Акции» две трети представлены индексными фондами, а одна треть — одиночными акциями, которые инвестор выбрал самостоятельно на основании принципов фундаментального анализа компаний-эмитентов. То есть, можно сказать, что Иван Иванович сформировал достаточно сбалансированный портфель.

Шаг 55. АНАЛИЗ РЕЗУЛЬТАТОВ ГОДА И ПЛАНЫ НА БУДУЩИЙ ГОД

Интересно посмотреть, как менялось благосостояние Ивана Ивановича со временем. К сожалению, на момент написания этого текста (25.12.2018) я могу рассчитать реальную стоимость активов Ивана Ивановича только за чуть неполный 2018 год. Это был очень непростой год для инвесторов. Как говорят аналитики, после Великой депрессии это едва ли не уникальный год по падению всех возможных активов. Упало все. Какую доходность/убыток показали в 2018 году индексы MSCI можно увидеть в таблице 5.19.

Ивану Ивановичу не очень повезло, что начало его инвестиционной деятельности совпало с таким особым годом. Тем не менее, Иван Иванович не слишком расстроился, он понимает, что падения рынков происходят постоянно. Но также постоянно происходят и подъемы.

Давайте посмотрим в таблице 5.20, с чем он пришел к концу 2018 года (точнее, к 25.12.2018).

Если результат считать в долларах, то произошло снижение объема портфеля на **6,76** %.

Если считать в евро, то произошло снижение объема портфеля на **5,12** %.

А если считать в рублях, то произошел рост объема портфеля на **11,1** %.

Понятно, что рост в рублях обусловлен серьезной девальвацией рубля к доллару и к евро за 2018 год: курс доллара изменился за это время с 57,60 рубля за доллар на 01 января 2018 до 66,87 рубля за доллар на 25 декабря 2018, то есть, на 16 %.

Таблица 5.19.

Падение индексов по странам в 2018 году

Global Equity Total Returns (As of 12/21/18)		
Country	Index	2018 Return (In US \$)
Russia	MSCI Russia	-0.6%
Brazil	MSCI Brazil	-2.9%
Thailand	MSCI Thailand	-4.0%
Israel	MSCI Israel	-5.6%
Malaysia	MSCI Malaysia	-8.3%
Hong Kong	MSCI Hong Kong	-8.3%
India	MSCI India	-8.5%
United States	MSCI USA	-8.5%
Norway	MSCI Norway	-8.7%
Switzerland	MSCI Switzerland	-9.6%
Taiwan	MSCI Taiwan	-9.7%
Singapore	MSCI Singapore	-10.4%
Indonesia	MSCI Indonesia	-10.4%
Colombia	MSCI Colombia	-13.4%
Poland	MSCI Poland	-13.5%
France	MSCI France	-13.6%
Netherlands	MSCI Netherlands	-13.7%
Japan	MSCI Japan	-14.1%
Australia	MSCI Australia	-14.4%
United Kingdom	MSCI UK	-14.7%
Sweden	MSCI Sweden	-15.2%
Denmark	MSCI Denmark	-15.5%
Nigeria	MSCI Nigeria	-16.4%
Spain	MSCI Spain	-16.4%
Philippines	MSCI Philippines	-16.7%
Mexico	MSCI Mexico	-16.7%
Italy	MSCI Italy	-17.3%
Canada	MSCI Canada	-18.9%
China	MSCI China	-19.7%
Chile	MSCI Chile	-20.1%
South Korea	MSCI South Korea	-21.5%
Germany	MSCI Germany	-21.7%
Belgium	MSCI Belgium	-26.1%
Ireland	MSCI Ireland	-26.7%
South Africa	MSCI South Africa	-26.8%
Austria	MSCI Austria	-28.5%
Greece	MSCI Greece	-36.3%
Turkey	MSCI Turkey	-41.0%
Argentina	MSCI Argentina	-54.8%

Таблица 5.20.

Результат И. И. Иванова за 2018 год

Класс актива	Валюта	Тикер	Цена покупки	Штук	Всего	В долларах	В евро	В рублях
акции	доллары США	TSCO	78,71	15	1 181			
		ICLR	119,37	10	1 194			
		STOR	27,85	42	1 170			
		RHI	52,86	18	951			
		BIIB	278,50	3	836			
		MA	176,65	7	1 237			
		V	121,73	10	1 217			
		SBUX	60,56	17	1 030			
		AMAT	28,99	22	638			
		ВСЕГО			9 452	9 452		
фонды акций	доллары США	VOO	215,07	40	8 603			
		VGT	154,81	19	2 941			
		VHT	149,65	21	3 143			
		VNQ	71,74	41	2 941			
		ВСЕГО			17 628	17 628		
Облигации	евро	НорНикель	1062,26	6	6 374			
		ВСЕГО			6 374		6 374	
Золото	рубли	монеты "Г П"	22500	10	225 000			225 000
	доллары	безнал. золото	1258	2,946	3 706	3 706		
Наличные	рубли	вклад	53250	4	213 000			213 000
	доллары	вклад	931,795	2	1 864	1 864		
		остаток					234	
Общий итог						32 650	6 608	438 000
Общий итог в долларах						46 557		
Общий итог в евро							40 840	
Общий итог в рублях								3 198 949

Стоит также сравнить изменение объема портфеля класса **акции** с индексом, которым обычно измеряют общее движение рынка. Индекс S&P 500 снизился за это время на **14,29 %** с 2743 на 1 января до 2351 на 25 декабря. А **акции** в портфеле Ивана Ивановича снизились только на **9,6 %**, существенно меньше, чем индекс S&P 500.

Если рассмотреть отдельно одиночные акции, то их суммарный объем в портфеле Ивана Ивановича снизился еще меньше, только на **5,4** %.

Ну а в целом по портфелю Ивана Ивановича снижение в долларах только на 6,76 % демонстрирует результат диверсификации: риск портфеля оказывается при этом ниже, чем риски отдельных активов. Итак, несмотря на снижение портфеля, Иван Иванович утешил себя тем, что оно не так существенно, как по рынку в целом.

Проводить ли ребалансировку портфеля по концу года? И если проводить, то как? Такие вопросы встали перед Иваном Ивановичем по результатам 2018 года.

Первым делом Иван Иванович рассчитал пропорции классов активов в его портфеле на конец года. Сильно ли они изменились за этот год?

Класс **акции** теперь имеет объем 27080 долларов. Что составляет от общего объема портфеля (46557 долларов) 58 %, на 2 % меньше, чем было на начало года.

Класс **облигации**, если пересчитать евро по курсу на 25.12.2018 в доллары, составляет 7271 доллар или 15,7 % от всего портфеля. Это на 0,7 % больше, чем было на начало года.

Класс **золото** на конец года составляет в пересчете 6981 доллар или 15 % от общего объема портфеля. Это ровно та же доля портфеля, которая была на начало года.

Класс **наличные** на конец года составляет в пересчете 5225 долларов или 11,3 % от общего объема портфеля. Это на 1,3 % больше, чем было на начало года.

То есть, диспропорции между классами активов за этот год возникли минимальные. А главным аргументом в пользу ребалансировки является восстановление пропорций портфеля. С другой стороны, надо помнить, что при продаже каких-то активов, если это необходимо сделать для ребалансировки, придется уплачивать налоги с прибыли, образовавшейся при продаже. Поэтому без особой необходимости лучше не продавать активы.

Кроме того, надо сказать, что за прошедший год Иван Иванович накопил для дальнейшего инвестирования еще 6000 долларов. Поэтому он рассудил так. Четыре тысячи долларов он вложит в акции, а две тысячи долларов — в безналичное золото. Таким образом, он выровняет немного нарушенные пропорции и обойдется без продажи активов.

Ему осталось решить, как он распределит 4000 долларов между отдельными акциями и индексными фондами. Большую часть — 2500 долларов — он решил направить на дополнительную покупку ETF, которые потеряли больше в процентном отношении, чем подкласс одиночных акций. Причем наиболее «просевший» VOO будет докуплен на 1000 долларов, а остальные фонды получат по 500 долларов каждый.

Что касается 1500 долларов, которые остались для покупки одиночных акций, то Иван Иванович решил добавить примерно на 500 долларов акций Applied Materials (AMAT), чтобы выровнять долю этой сильно просевшей, но, по мнению Ивана Ивановича, отличной компании, которая производит оборудование для производства полупроводников и является лидером отрасли. Сейчас низкая цена акций AMAT делает ее очень выгодной для покупки. Такое снижение цены вызвано небольшим снижением прибыли компании, которое связано со снижением спроса на полупроводники, прежде всего в Китае. Но это временное явление, по мнению Ивана Ивановича. Он инвестирует вдолгую и надеется, что в долговременном плане спрос на полупроводники и оборудование для их производства не может иссякнуть.

Примерно по тем же соображениям он решил докупить на 300 долларов акции компании Biogen (BIIB), биотехнологического гиганта, который готовится выпустить на рынок пару новых очень важных лекарств.

Оставшиеся 700 долларов Иван Иванович решил потратить на покупку китайского интернет-гиганта Tencent Holdings (TCTZF), акции которого в данный момент существенно недооценены.

На этом анализ результатов года и планов на будущее закончены. Больше Иван Иванович в течение всего 2019 года не собирается возвращаться к своим инвестициям. Нет смысла смотреть, что происходит на бирже каждый день, если инвестируешь на много лет, так он думает.

Шаг 56. **ВСЕ! ВЫ УМЕЕТЕ ИНВЕСТИРОВАТЬ ГРАМОТНО И РАЗУМНО!**



Финиш № 2

С этого момента даже те из читателей, кто начиная изучать эту книжку, ничего раньше не зная об инвестировании, по моему мнению, полностью готовы для того, чтобы начинать инвестировать разумно.

Конечно, работа с портфелем требует навыков. Но чтобы приобрести навыки, надо начинать эту работу — реальное инвестирование. Конечно, чтобы отбирать акции компаний по принципам фундаментального анализа, надо тоже приобрести навык. Но чтобы его приобрести, надо начать отбирать компании. Для начала можно просто формально производить выбор по алгоритму экспресс-анализа. И постепенно можно более глубоко вникать в принципы отбора и методы фундаментального анализа.

Во всяком случае, сейчас вы, дорогой читатель, вполне готовы к тому, чтобы начать практическое инвестирование.

Я от всей души поздравляю вас с этим! Ведь инвестирование делает человека финансово независимым, а это очень важно для того, чтобы прожить свою жизнь достойно.

Раскрою маленький секрет: когда я начинал писать эту книгу, у меня, кроме цели обучить новичков разумному инвестированию, было еще две цели, которые я сначала даже не формулировал для себя в явной форме. Они мне стали понятны только в процессе написания книги.

Я надеюсь, что в процессе обучения этой увлекательной и полезной деятельности — инвестирование — читатель научится лучше понимать такую интересную науку, как экономика.

И еще я надеюсь, что в процессе чтения этой книги у читателя проявится уверенность в себе, которую можно сформулировать словами: «Я сам хозяин своей судьбы».

А теперь можно, наконец, сказать несколько слов о том, что читателю давно хотелось услышать: как практически выйти на рынок и начать инвестировать. Об этом — следующий шаг, последний шаг этой главы.

Он мог бы быть и последним шагом всей книжки, но нам надо обязательно обсудить еще одну важную тему.

Никак нельзя обойти вниманием такое важное направление, как пассивное индексное инвестирование. Оно родилось не так давно, но сейчас стремительно набирает силу. По оценкам специалистов, почти половина всех денег в США сегодня инвестируется в индексные фонды. Приверженцы этого направления отрицают необходимость отбора конкретных компаний для инвестирования, отрицают необходимость использования фундаментального анализа для этого. Это направление необходимо обсудить, и этому будет посвящена последняя, шестая глава книжки: «Путь Джона Богла и дискуссия».

Но сначала последний шаг этой главы. О том, как практически выйти на рынок.

Шаг 57. КАК ВЫЙТИ НА ЗАРУБЕЖНЫЙ РЫНОК?

Ну, вот мы и добрались до чисто технического, но довольно сложного вопроса: как выйти на зарубежные и, в частности, на американские площадки, чтобы начать реально инвестировать.

Выйти на американские площадки можно многими разными способами. Вопрос в том, какой из них лучше. И вот на этот вопрос однозначно ответить, к сожалению, невозможно. Поскольку здесь переплетаются несколько совершенно разных предметов обсуждения:

- юридические тонкости и процедуры, разные в разных странах, а также разные при выборе вами различных классов посредников;

- вопросы налогообложения (и его оптимизации в рамках легальных возможностей) с учетом особенностей налогового законодательства (национального законодательства в стране вашего резиденства и той стране, ценные бумаги которой вы покупаете, а также межгосударственных соглашений в части налогового права) и разных особенностей правоприменения, в частности, такой не сразу очевидной вещи, как налогообложение курсовой валютной разницы;

- вопросы действующего в России так называемого валютного регулирования (постоянно изменяющегося, крайне запутанного и имеющего не одну, а несколько официальных трактовок);

- необходимость исчислять и сравнивать свои суммарные затраты при разных вариантах выхода на зарубежные площадки, что бывает очень непросто, поскольку базами для исчисления затрат, комиссий и налогов при разных способах работы

будут принципиально разные показатели, да еще иногда и за разные периоды времени.

Результат такого анализа никак не может быть однозначным. Я имею в виду, что для каждого человека, в зависимости от его реальных обстоятельств — какие у него объемы инвестирования, инвестирует он одноразово или на регулярной основе, сколько ему лет осталось до пенсии, собирается ли он на постоянной основе снимать средства своих инвестиций или несколько лет (сколько?) будет их держать в неприкосновенности, — ответ об оптимальном варианте технической реализации работы на финансовых рынках будет разным.

Должен также сразу предупредить, что я ни в коем случае не являюсь специалистом во всех этих совершенно разных вопросах, которые надо решать в комплексе при принятии решения о том, каким путем пойти в вашей конкретной ситуации. Поэтому я, просто как человек, которому приходилось сталкиваться с теми или иными проблемами на практике, могу дать лишь начальный толчок к вашему самостоятельному более углубленному изучению вопроса применительно к вашей ситуации.

Здесь было бы уместно дать ссылку на какого-то специалиста, который мог бы раскрыть перед желающими данную тему более подробно и квалифицированно. Действительно, я знаю нескольких консультантов по зарубежному инвестированию, которые стремятся сочетать в себе функции собственно инвестиционного советника с функцией специалиста по специфическим способам выхода на зарубежные площадки для российского инвестора. Но я не буду сообщать здесь координаты этих специалистов. Причина в том, что все они аффилированы с тем или иным иностранным финансовым институтом: они получают свое вознаграждение в части таких рекомендаций не от вас — своего клиента, а от зарубежной инвестиционной фирмы, клиентом которой они вас, скорее всего, сделают. Что, как вы понимаете, не делает этих специалистов ориентированными исключительно в вашу пользу. «Кто девушку ужинает, тот ее и танцует».

В связи с этим и еще многим другим, что можно назвать **конфликтом интересов**, не забываем безоговорочное **ПРАВИЛО № 1**: никогда никого, кто будет давать вам различные советы по вопросу, как вам лучше инвестировать, **не принимать на веру** (и мои советы, конечно, тоже).

После этого предварительного замечания — собственно по сути.

Я бы для начала разделил все институты, всех посредников, через которых вы можете выйти на зарубежные площадки, на две категории: **российские** и **зарубежные**.

Российских брокерских компаний и банков, которые с удовольствием предоставят вам такую услугу, очень много: БКС, Брокер-Открытие, Атон, Финам, Сбербанк, Альфа-банк — и многие другие. А некоторых, кого я мог назвать еще год назад, уже нет.

И вот то, что я сегодня уже не могу некоторых из них назвать, как раз и обозначает одну из проблем этой группы инвестиционных институтов — российских финансовых компаний. Если говорить коротко, то **надежность этих институтов вызывает серьезные опасения**.

Другая проблема — **высокие комиссии** и другие сборы и поборы (кстати, они характерны и для многих зарубежных институтов).

Третья проблема: постоянно возникающие изменения российского законодательства и **ужесточение правил трансграничного перемещения денежных средств**, которые, если я правильно понимаю тенденцию, изменяются в направлении введения все больших ограничений по перемещению денежных средств через границу России. Это ставит каждого российского инвестора, который инвестирует в том числе и за рубеж, перед вопросом: если перемещение денег за границу РФ с какого-то момента будет запрещено или сильно ограничено, хочу ли я, чтобы та часть средств, которая у меня инвестирована в иностранные ценные бумаги, осталась за рубежом, или я хочу, чтобы она осталась в России? Ответ на этот вопрос тоже влияет на выбор между российской и зарубежной компанией.

Собственно, это почти и все, что я могу сказать о российском варианте инвестирования. Только еще одно замечание. В каче-

стве большого **плюса** надо отметить, что российская компания во многом возьмет на себя те заботы, которые связаны с российским валютным и налоговым законодательством. Они не дадут вам сделать ошибку в связи с неправильным пониманием вами нюансов валютного законодательства. Также их специалисты заблаговременно уточнят все спорные вопросы налогового законодательства и не позволят вам пострадать от вашего неправильного понимания некоторых довольно запутанных норм. В случае же, если вы работаете с зарубежной компанией, вы берете эти проблемы на себя или на своего консультанта (консультантов).

Если же вы ориентированы на зарубежную компанию-посредника, то у вас тоже возникает много вариантов. Независимо от того, какой из вариантов вы выберете, вам надо иметь в виду, что, если вы являетесь налоговым и/или валютным резидентом России, но работаете с зарубежными площадками, вы попадаете под ограничения и требования налогового и валютного регулирования. Понятия «валютный резидент» и «налоговый резидент» отличаются. «Налоговый резидент» означает человека, который прожил в России не менее 183 дней в календарном году. А валютным резидентом является любой гражданин России, который хотя бы на день въезжал в Россию в данном году (даже если он большую часть времени живет за рубежом). Таким образом, гражданин, проживающий в России, должен выполнять требования и валютного, и налогового законодательства.

Суть налоговых требований сводится к тому, что резидент должен уплачивать налог в размере 13 % на свои доходы, где бы они ни были получены. А валютное регулирование налагает ряд ограничений на операции российского резидента с его счетами в зарубежных банках. Именно в банках, но не в брокерской конторе и не в страховой фирме.

Поэтому среди перечисленных ниже вариантов размещения своих инвестиций особо внимательным надо быть в том случае, когда вы работаете через зарубежный банк. Собственно, все требования валютного и налогового законодательства остаются теми же и в том случае, когда вы работаете через российского

посредника, просто в этом случае он все рассчитает и — часто — сразу удержит с вас все необходимое в пользу государства. И вам не надо будет забивать себе голову. А в случае работы с зарубежным посредником вы сами (или ваш консультант) выполните возложенные на вас обязанности.

Не могу утверждать, что я прямо все учел, но, по моему непрофессиональному представлению, в основном работа с зарубежными посредниками сводятся к трем основным вариантам.

1. Зарубежный банк

До недавнего времени это был основной путь для российского инвестора. Основная масса людей шла именно этим путем. Ведь большинство зарубежных банков окажет вам, если вы станете клиентом, кроме чисто банковских, еще и брокерские услуги по покупке и продаже ценных бумаг. Однако в последние несколько лет произошли изменения и российского, и международного законодательства, которые сделали этот вариант малопривлекательным.

Изменения российского законодательства состоят в том, что если раньше российский гражданин и резидент должен был лишь уведомить налоговую службу об открытии им счета за рубежом (с указанием реквизитов счета), то теперь ежегодно надо указывать остаток на счете на начало и конец каждого календарного года. Кроме того, налоговая служба может у вас потребовать и более подробные сведения о движении средств на ваших счетах; такое требование законно.

Зарубежное законодательство также движется в направлении большей прозрачности зарубежных активов граждан различных государств. Так, с 2019 начинается обмен информацией о движении денежных средств на иностранных счетах российских граждан. Такие соглашения подписаны у России с рядом государств. В интернете можно найти их список. Их число будет возрастать в будущем. В связи с этой активностью понятие банковской тайны постепенно уходит в прошлое. Мы движемся к миру, в котором не только личная информация чело-

века, но и его финансовая информация становится все более открытой. Россия является участником этого процесса. И чуть раньше — чуть позже, вся информация о ваших (моих, чужих) банковских активах, об их перемещении, о полученных доходах станет полностью прозрачной. Поэтому смысл, который часто раньше побуждал российского инвестора «упрятать деньги в Швейцарии, чтобы о них никто не узнал», теряется полностью. Учитывая, что комиссии в зарубежных банках часто очень высоки, а имущественный порог для открытия счета иностранцем — весьма серьезный, этот путь теряет свою привлекательность. А иностранный банк как место размещения и работы с вашими зарубежными активами постепенно утрачивает смысл.

К достоинствам зарубежного банка, объективности ради, надо отнести высокий профессионализм персонала и высокий уровень надежности.

Налоги. С доходов (прибыли), которую российский инвестор получил от иностранных инвестиций, надо уплатить подоходный налог точно так же, как и с российских доходов. Под доходом от реализации ценных бумаг понимается разница между ценой продажи и ценой покупки (если она положительная). А дивиденды и купонные доходы облагаются подоходным налогом в полном объеме. Все доходы вносятся в налоговую декларацию, которая подается в налоговые органы.

Но все же для ваших зарубежных доходов существует два нюанса, о которых я упомяну.

Первый нюанс: все доходы для цели налогообложения считаются в национальной валюте — рублях, что естественно. От этого возникает специфический подоходный налог, который называют обычно налогом с курсовой разницы. Поясню на примере. Вы в 2013 году купили акцию по цене 13,50 долларов. А в 2017 продали ее за 13,20. У вас, вроде бы, образовались убытки в размере 30 центов. Ан нет! У вас образовалась приличная прибыль! В 2013 курс рубля был 32 рубля за доллар. Следовательно, вы купили акцию по $13,5 \times 32 = 432$ рубля. А в момент продажи курс рубля был 58 рублей за доллар. Следовательно, вы продали акцию

по $13,2 \times 58 = 765,6$ рубля. В рублях получился доход 333 рубля 60 коп. Будьте добры, уплатите государству подоходный налог в размере 43 рубля 37 копеек (13 % от разницы в цене, исчисленной в рублях).

Кто-то скажет: «Караул!!! Грабят!!! Мало того, что я и так потерял 30 центов на акции, так мне надо еще уплатить налог в размере (43,37/58) 75 центов. А это еще больше увеличивает мои убытки».

У меня для вас две утешительные новости, чтобы пилюля не была столь горькой.

Первое. Если вдуматься, этот налог с курсовой разницы платят даже те, кто не инвестирует за рубеж. Например, кто-то в том же 2015 купил автомобиль-иномарку за 50 тысяч долларов, это было по тому курсу 1600 тысяч рублей. А в 2017 решил продать. Дешевле, естественно. Посмотрел в интернете, двухлетние машины этой марки стоят сегодня 40 тысяч долларов. Однако это уже по текущему курсу составляет 2300 тысяч рублей примерно. Этот продавец автомобиля тоже при продаже уплатит налог с 700 тысяч рублей (2300–1600). Хотя фактическая цена его автомобиля в долларах снизилась, а не выросла. И хотя этот человек ничего не инвестировал за рубеж.

Второе утешение состоит в том, что вы можете не продавать эту акцию. Суть нашего подхода к инвестированию состоит ведь в том, чтобы купить и держать по возможности долго. Пока вы не продаете, у вас нет дохода, сколько бы акция ни стоила сегодня. Соответственно, нет налога.

Второй нюанс налогообложения при работе на зарубежных площадках — это межгосударственные соглашения об исключении двойного налогообложения, которые у России подписаны с разными странами, в том числе — с США. Если вы покупаете активы (акции или облигации, или другие инструменты фондового рынка) в США, то налог на дивиденды или купонный доход (то, что называется Income) вы должны уплачивать у источника в пользу страны, к которой относится эмитент этой бумаги. По законам этой страны. В нашем случае — США. А уже затем можно применять положения двухстороннего договора

об исключении двойного налогообложения. Рассмотрим конкретно. В США для иностранцев (то есть для нас с вами) применяется ставка 10 %. Причем этот налог с вас удержит сам посредник, который начислит вам на счет соответствующий доход (уже за вычетом налога). Например, компания ХХХ начислила вам 50 долларов дивиденда. В распечатке банка (или другого посредника, если вы имеете дело с другим посредником) будет указано: «Начислено — 50, налог — 5, поступило на счет 45». Затем в вашей российской налоговой декларации вы укажете, что ваш доход составил 50 долларов, у вас удержано у источника 5 долларов, но поскольку в России вы с любого дохода должны платить 13 %, то в соответствии с договором об исключении двойного налогообложения вам необходимо доплатить 1,5 доллара. Пересчитываем 1,5 доллара в рубли по курсу и платим в России. Итак, всего вы заплатили те же самые, определенные российским законом 13 % с дохода, но разделили их на две части: 10 % вы заплатили в США, а 3 % — в России.

Ограничения в части валютного законодательства. Валютное законодательство ограничивает действия, которые вы можете осуществлять на своих зарубежных банковских счетах, определенным перечнем. Он довольно короткий и жесткий. Дальше действует правило: «все, что прямо не разрешено в перечне разрешенных операций, запрещено». Например, оказывается, что полученные от продажи ваших акций деньги нельзя напрямую отправлять на счет в зарубежном банке. Надо сначала вывести их на счет в вашем российском банке хоть на минуту, а потом уже из России можно обратно переводить деньги на счет в зарубежном банке. Это связано просто с тем, что в перечне разрешенных операций, указанных в законе о валютном регулировании, нет такой операции как «зачисление денежных средств, полученных от продажи ценных бумаг». Следовательно, такая операция запрещена. С 1 января 2018 года эта операция разрешена, но только если продажа совершена на одной из 21 бирж мира — перечень «разрешенных бирж» указан в законе. Причем вишенкой на торте является то, что за нарушения валютного законодательства существуют совершенно удивительные штрафы: 75–100 % от суммы незаконной операции. Не от налога, который

составляет 13 % дохода, а от всей суммы операции. В сочетании с нечетким пониманием даже самими чиновниками, что является разрешенным, а что запрещенным, штраф в размере 100 % от величины операции становится интересной игрой, напоминающей «русскую рулетку». У вас уже пропало желание вести инвестиционную деятельность через иностранный банк?

2. Брокерская фирма

Очень разумный вариант работы, на мой взгляд. Если вы открываете счет у американского брокера, то он с вас берет комиссию только за конкретную сделку, когда вы что-то купили или продали. Поскольку вам советчики по этому поводу, я полагаю, не нужны, вы сами решаете, что вам купить или продать, то вы в данном случае платите только маленькую комиссию за то, что брокер реально для вас сделал — за выполнение вашего поручения. И это действительно очень небольшая плата. Она в разных случаях по-разному вычисляется, но, как правило, невелика. В отличие от вариантов, когда молчаливо предполагается, что ваш посредник сделал для вас какую-то серьезную аналитическую работу.

Для варианта американского брокера я бы посоветовал присмотреться к фирме Interactive Brokers (IB). Эта фирма работает с очень многими странами, с теми клиентами, которые хотят торговать не только на американских площадках, но и на других биржах. Один из удобных моментов работы с ними — они разговаривают на языке страны, с представителем которой в данный момент общаются. С Россией — на русском. Другое — у них реально очень скромные комиссии. Третье — они с помощью специальной процедуры (программной) ищут для любого поручения лучшую по цене сделку из всех, которые доступны на данный момент на разных биржах. Четвертое — активы каждого их клиента застрахованы в страховой компании на сумму до 500 тысяч долларов. То есть, пока ваши активы не превысили указанную сумму, можно не волноваться за их полную сохранность. Ну и последнее, они работают уже 30 лет, и у них безупречная репутация.

Счет открывается у них онлайн, интерактивно. Не нужно приезжать в США для этого. Для открытия счета необходимо (как и во многих других зарубежных организациях) пройти процедуру Due Diligence — юридическую экспертизу. Смысл ее состоит в том, что, прежде чем у вас возьмут деньги, организация должна убедиться, что это деньги, которые нажиты не преступным путем, что у вас есть легальные обоснования их получения. Надо сказать, что в IB требования по процедуре Due Diligence к потенциальному клиенту вполне щадящие и разумные. У других бывают и хуже.

Еще одна особенность работы через брокера: в этом случае не надо декларировать в налоговый орган факт открытия счета у брокера и не надо ежегодно декларировать остатки на счетах. Эти требования существуют по российскому законодательству только для счетов в банках, но не для счетов в брокерских фирмах и других небанковских организациях. Однако помните, что это не освобождает вас от необходимости платить подоходный налог, где бы эти доходы ни возникали. С собственных доходов российский резидент (человек, проживший в России не менее 183 дней в календарном году) платит подоходный налог 13 %. Исключаются налоги, уже уплаченные в стране, с которой существует соглашение об исключении двойного налогообложения.

3. Инвестиционное страхование жизни (Unit Linked)

Это не очень распространенный вариант посредника, но в некоторых случаях он может оказаться весьма интересным для инвестора. Его еще иногда называют английским способом, поскольку он родился в Англии. Вообще-то — это полис страхования жизни. На одного человека или двух супругов. В случае смерти застрахованного (застрахованных) выплачивается страховое возмещение, как и при любом страховании жизни. Однако в данном случае оно не слишком щедрое. Обычно 1 % от накопленной суммы на счете застрахованного лица. Но и сама накопленная сумма тоже возвращается, разумеется, наследникам застрахованного.

Накопления же на вклад лица по страховому полису страховая компания позволяет выбрать самому человеку. Он самостоятельно, как владелец страхового полиса, может выбрать инвестиции в какие-то взаимные фонды, или в ETF, или в отдельные ценные бумаги. То есть, застрахованный сам управляет своими инвестициями. Здесь надо отметить, что любая страховая компания размещает средства, полученные от клиентов, в доходные инвестиции. Просто обычно компания самостоятельно принимает решение, как их размещать, а при инвестиционном страховании жизни фирма доверяет застрахованному лицу это сделать самостоятельно и именно для себя.

Далее, обычно доход, полученный любой страховой компанией от инвестиций, распределяется ею между застрахованными (всеми, обычно доход клиентов идет на снижение коэффициентов в программах страхования), а также на покрытие расходов и на вознаграждение самой страховой фирмы. В рассматриваемом же случае Unit Linked все происходит строго индивидуализированно. Счет каждого клиента ведется отдельно. Какие способы инвестирования выбрать — это определяет сам застрахованный. И весь прирост капитала, который удалось получить в результате инвестиций, пополняет индивидуальный счет клиента. А страховая компания за свою деятельность снимает фиксированную комиссию в свою пользу. Обычно около 1 % от объема инвестированных средств в год. Очень немало! Но этот платеж снимается в течение только ограниченного периода времени — 5 или 8 лет с момента начала действия полиса. После окончания этого периода компания прекращает вообще снимать комиссионные в свой адрес. И весь инвестиционный доход с этого момента полностью остается на счете застрахованного лица. Причем оно может по прошествии этого периода закрыть страховой полис в любой момент и снять все накопленное, если захочет. Однако если человек захочет все-таки снять свои средства ранее этого периода в 5 или 8 лет, то он сможет сделать это только после уплаты комиссии страховой компании за весь оставшийся период платежа комиссионных (до 5 или до 8 лет).

Получается, что для застрахованного лица работа с таким полисом является вариантом чисто инвестиционной деятельно-

сти. С небольшим отличием. Поскольку формально это не счет в банке или брокерской фирме, а просто полис страхования жизни, то застрахованному лицу не только не надо декларировать факт наличия такого страхового полиса, но и не требуется и уплачивать подоходный налог до той поры, пока инвестор не получил страховую сумму. Причем если он получил страховую сумму не сам, а по факту его смерти получили его наследники, то по российскому закону и со страховой суммы не берется налог в этом случае. Также не удерживается налог и в том случае, если сумма снята, но не полностью, а лишь в объеме, не превышающем внесенную сумму.

Получается, в частности, что при этом, даже когда вы торгуете ценными бумагами, то доход от купли-продажи на вашем счете внутри страховой фирмы не облагается подоходным налогом, если страховая сумма пока не снята вами или снята не в полном объеме.

Ограничения валютного регулирования также не касаются этого варианта, поскольку у вас страховой полис по страхованию вашей жизни, а не счет в банке. Но надо иметь в виду, что, когда вы снимете сумму большую, чем первоначально вложенная (либо вообще всю сумму на вашем счете), вам необходимо будет уплатить подоходный налог со всей положительной разницы между внесенной и снятой суммами. Это будет ваш доход. И нужно будет с него уплатить подоходный налог в обычном порядке.

Назову две такие страховые компании Unit Linked (которые, вроде бы, только и работают с российскими клиентами): Royal London 360 (RL 360) и Investors Trust (IT). Причем Royal London 360 уже, кажется, не принимает новых клиентов из России.

Вот на этом я бы, собственно, и остановился. Конечно, вы можете еще инвестировать просто в один из ПИФов (если в России) или в один активных Mutual Funds (если за рубежом), но это означает, что вы полностью передаете управление своими деньгами стороннему лицу. А это, все же, немного экзотично для человека, решившего выполнять Правило № 2.

4. Что же выбрать?

Этот вопрос волнует, вероятно, многих, кто дочитал до этого пункта. Как уже отмечалось выше — каждому свое. Но еще важно, что все перечисленные варианты не являются взаимоисключающими.

Почему бы не иметь счет в зарубежном банке, если он не связан с вашей инвестиционной деятельностью? Если на нем хранятся только ваши денежные активы. И если вся ваша деятельность с этими денежными активами связана только с перемещением средств и/или размещением их на депозитах. Или даже в случае, если в составе ваших банковских активов есть еще и инвестиционные продукты — например, акции, — которые вы не собираетесь ни продавать, ни покупать в течение ближайших 10-15 лет.

Почему бы при этом, кроме такого банковского счета, не открыть также счет в брокерской конторе, на котором вы будете держать более активно торгуемые активы?

Почему бы также часть средств, которые у вас предназначены для самого крайнего случая, которые вы не собираетесь трогать в ближайшие 15-20 лет, не внести в фирму инвестиционного страхования жизни (Unit Linked)?

Почему бы вам не иметь одновременно с вышеизложенным несколько золотых монет «Георгий Победоносец» в банковской ячейке?

Ну и, наконец, всегда возникают какие-то неожиданные варианты инвестиций, о которых вы заранее даже не думали, но которые могут оказаться весьма привлекательными.

Так, например, в 2012 году я увидел, что еврооблигации Сбербанка со сроком гашения 2023 год дадут мне (и любому другому) 4,9 % годовых в долларах — УТМ — при том, что мне и тогда, и сегодня этот банк представляется очень надежным, а процент в то время был очень привлекательным. Я купил тогда эти облигации и до сих пор не жалею об этом.

И такие интересные варианты инвестиций будут время от времени появляться и в будущем, если следить за рынком, слушать новости и беседовать с коллегами-инвесторами.

Выводы из пятой главы

1. Очень важно правильно сформировать свой инвестиционный портфель. Обычно начинающий инвестор сосредотачивается на вопросе «Что купить, чтобы преуспеть?» И только со временем он понимает, что вопрос «Как правильно распределить активы в своем портфеле между классами?» не менее — а может быть, более — важный. Поскольку от распределения активов между классами во многом зависит успех долгосрочных инвестиций.
2. Оказывается, что разумно построенный портфель может иметь и меньший риск, и большую доходность, чем входящие в него активы. Новый показатель, который мы изучили — корреляция между парами активов, — позволяет инвестору ориентироваться в том, как построить эффективный портфель. Однако проблема с этим показателем — корреляция — состоит в том, что он ведет себя очень неустойчиво во времени. На разных временных периодах корреляция между парой активов может быть очень разной. Поэтому коэффициент корреляции, рассчитанный на прошлых значениях для пары активов, может существенно измениться в будущем. Да и не для всех активов можно рассчитать коэффициент корреляции, иногда просто нет достаточных данных для этого.
3. Поэтому стоит включать в портфель активы, которые по их экономическому смыслу имеют разнонаправленные колебания **акции и облигации** и/или **акции и золото**.

4. Главный класс активов любого портфеля — это **акции**. Именно этот класс позволяет получить доходность существенно выше инфляции, то есть увеличить свое благосостояние в реальных ценах на больших временных интервалах.
5. Пропорция между классом **акции** и другими классами активов как раз и определяет главным образом доходность и риск вашего портфеля.
6. Очень важно после определения состава портфеля на верхнем уровне (на уровне классов активов) рассчитать ожидаемую среднегодовую доходность портфеля на больших временных интервалах. Полезно сравнить эту доходность с плановой доходностью своего инвестиционного плана. Если они не совпадают, если вам не хватает доходности для реализации своих целей, необходимо скорректировать либо цели, либо структуру портфеля так, чтобы ваша расчетная доходность давала возможность достичь поставленных целей.
7. После определения состава портфеля на верхнем уровне необходимо определиться с конкретным наполнением каждого класса активов. Здесь важно для класса **акции** решить, прежде всего, будете ли вы включать в портфель отобранные по принципам фундаментального анализа акции отдельных выбранных вами компаний, или вы будете работать исключительно с индексами (ETF и индексными взаимными фондами).
8. Если вы решите отбирать акции самостоятельно, не стоит на первых порах включать слишком большую долю этих одиночных выбранных вами акций в состав класса **акции**. В начале вашего инвестиционного пути стоит следить за тем, чтобы доля персонально отбираемых вами акций была существенно меньше половины всего вашего класса **акции**. С другой стороны, желательно, чтобы число позиций в доле выбранных вами акций было не менее десяти. Если объем вашего портфеля мал и не позволяет этого сделать, стоит пока вообще отказаться от активной

части в этом разделе вашего портфеля, а ограничиться только индексными фондами. Со временем, если вы увидите, что самостоятельно отбираемые акции дают вам существенно более высокую доходность, чем индексы, или дают возможность снизить риск всего портфеля, тогда вы сможете постепенно нарастить этот раздел вашего портфеля.

9. Решите для себя, будете ли вы включать в раздел **облигации** одиночные облигации выбранных вами эмитентов, или вы будете работать с индексными фондами облигаций. В последнем случае у вас нет возможности реализовать стратегию «Buy and hold to the Maturity», которая дает возможность рассчитать заранее доходность по этому разделу вашего портфеля.
10. Используйте шесть приемов снижения риска и повышения средней доходности вашего портфеля, которые мы обсуждали на Шаге 50. Это позволит вам добиться более высоких результатов.

Успехов вам в инвестировании!

Глава 6

ПУТЬ ДЖОНА БОГЛА И ДИСКУССИЯ

Надлежит быть и разномыслиям между вами,
дабы открылись между вами искусные.

*Новый Завет,
1-е послание к Коринфянам,
11:19*

Шаг 58. ВЗЛЕТ И СНИЖЕНИЕ ПОПУЛЯРНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ТЕОРИЙ

В ноябре-декабре 1895 года в Петербурге была создана одна из многих политических организаций социал-демократического толка под названием «Союз борьбы за освобождение рабочего класса». Это, казалось бы, заурядное событие фактически открыло новую страницу в истории человечества: началось победоносное, охватившее полмира коммунистическое движение. Потом произошел его резкий спад, и к настоящему времени от этого движения почти ничего не осталось. Эпохальные события, переворачивающие историю, иногда начинаются совсем буднично.

В другом месте и по совершенно другому поводу произошла совсем другая история, которая в настоящее время тоже охватила полмира. В 1974 году Джон Богл основал в США управляющую компанию The Vanguard Group, а в 1975 году он же создал первый в истории **индексный фонд**, доступный широкой публике, **Vanguard 500**, копирующий индекс S&P 500. Это сначала вызвавшее насмешки событие фактически открыло новую страницу в инвестиционной истории не только США, но и всего мира. Сегодня в индексные фонды в США инвестировано около половины всех инвестиционных активов, которые насчитывает страна (не только активы самих американцев, конечно), — триллионы долларов.

Сегодня движение всего инвестиционного мира в сторону пассивного инвестирования, в сторону выбора индексных фондов, в сторону отказа от выбора наилучших перспективных компаний, в пользу «покупки всего рынка вместо поиска хороших

компаний» находится примерно на той же стадии, на которой идеи коммунизма находились в эпоху позднего Хрущева — раннего Брежнева: полмира охвачено этим движением, но кое-где уже возникают сомнения в правильности этого пути.

Нам необходимо осмыслить это явление, и каждому инвестору следует принять свое решение: как инвестировать?

Надо сказать, что инвестиционная практика в разные времена выдвигала вперед разные идеи, которые были весьма прогрессивными и модными в определенное время, которыми активно и очень успешно пользовались инвесторы, получая для себя большую выгоду от их применения, но в дальнейшем, когда уже широкие массы инвесторов овладевали этими новыми методами и приемами, методы странным образом переставали быть уже столь эффективными, как раньше. Они уже не приносили того дохода, что раньше. Почему так? Почему ранее эффективные приемы переставали давать прежний прекрасный результат?

Дело в том, что широкое использование любого отличного метода изменяет сам рынок. Ведь рынок — это не что иное, как совокупность всех продавцов и покупателей. И если все эти люди познакомились с новыми интересными и дающими повышенную прибыль теориями инвестирования, то они начинают вести себя в соответствии с этими новыми подходами, меняют свое поведение. И при этом свойства самого рынка постепенно меняются так, что эти методы начинают работать все хуже.

Стоит, мне кажется, очень кратко проследить, как это происходило раньше, чтобы было легче понять, что будет происходить с пассивным индексным инвестированием, которое нас сейчас интересует.

Итак, очень кратко, поверхностно и далеко не полно история некоторых идей фондового рынка.

I. Инсайд

Хрестоматийный пример инсайда — история о том, как раннее получение информации, когда никто другой ее еще не знает, позволяет заработать огромные деньги, — изложен в Википедии так:

«В начале сражения преимущество находилось на стороне Наполеона, и наблюдатели сообщили в Лондон, что он выигрывает. Но на помощь английским войскам под руководством Веллингтона подоспел прусский корпус Блюхера. Союзники одержали победу. Курьер Натана Ротшильда Ротворд наблюдал за сражением и видел, как Наполеон бежал в Брюссель. Ротворд бросился в бельгийский порт Остенде и за 2000 франков уговорил рыбака, несмотря на шторм, переправить его через Ла-Маниш (по другой версии, использовал голубиную почту).

Все были убеждены, что Веллингтон проиграл сражение. Тогда Ротшильд немедленно начал продавать на бирже свои акции. Вслед за ним все стали продавать. В результате цены бумаг упали почти до нуля. В этот момент агенты Ротшильда скупили акции по дешевке. 21 июня в 11 часов вечера адъютант Веллингтона майор Генри Перси доставил в правительство рапорт маршала: «Наполеон разбит».

Таким образом, Натан Ротшильд заработал на этой новости 40 миллионов фунтов стерлингов. Реальная информация, полученная раньше других, позволила Ротшильдам вести беспроигрышную игру на бирже».

Другой вид того же приема — использование информации о важном событии **сотрудниками фирмы**, пока эта информация еще не стала публично известной. В течение довольно длительного времени сотрудники компании использовали инсайдерскую (внутрифирменную, мало еще кому известную) информацию для успешной торговли. Когда ты знаешь то, чего еще не знают другие, то у тебя есть очевидная привилегия в инвестиционной деятельности.

Почему сейчас это не работает? Случай Ротшильдов исключен сегодня историческим прогрессом. Информация становится общедоступной со скоростью света. А использование внутренней информации о фирме ее сотрудниками в целях игры на бирже запрещено законом. Конечно, это не всех останавливает. Некоторые пробуют. Но сегодня это является преступлением.

II. Недооцененные компании. Стоимостное инвестирование

Идея классика инвестирования Бенджамина Грэма, которой следовал и его ученик Уоррен Баффет, состояла в том, что надо

анализировать экономику компании, акции которой вы планируете купить. Грэм смотрел бухгалтерские таблицы компании за ряд лет и извлекал всю информацию главным образом из них. Им создана теория инвестирования на основе реальной стоимости фирмы. В 1934 году он выпустил совместно с Д. Доддом книгу, которая стала библией для инвесторов, — «Анализ ценных бумаг» (Security Analysis). Грэм, а также Баффет в начале своей деятельности исповедовали подход, что надо купить недооцененную компанию, которая сейчас продается по существенно более низкой цене, чем та, которую она реально заслуживает. Эта заслуженная цена называется ее реальной стоимостью. Покупка акций по цене ниже ее реальной стоимости и была идеей Грэма. Инвесторы, которые придерживаются этого принципа, называются стоимостными инвесторами (Value Investors).

Тут сразу возникает вопрос, а как же определить реальную стоимость фирмы? Разговор этот длинный и малоперспективный. Мы уже касались этой темы в наших прошлых разговорах. Суть в том, что определить реальную стоимость фирмы можно очень строго. Это «приведенный к настоящему времени возврат в виде денежных потоков от компании за все время ее будущего существования». Проблема в том, что в формулу для расчета реальной стоимости надо подставить много данных о том, как компания будет функционировать в будущем на много лет вперед. Ну, и еще надо знать ставку по долгосрочным казначейским облигациям США тоже на много лет вперед. А этого никто не знает. Поэтому все пользуются другими, более грубыми оценками. Если кто-то хочет глубже вникнуть в методы расчета реальной стоимости акций, рекомендую небольшую по объему книжку известного специалиста Асвата Дамодарана «Оценка стоимости активов».

Но в некоторых случаях безо всяких формул просто очевидно, что акции продаются по заведомо заниженной цене. Особенно повезло в этом отношении Грэму, который начинал работать в 30–40 годы прошлого века. В это время американское общество переживало шок от Великой депрессии. Цены на бирже скатились к плинтусу. Акции никто не покупал. Люди решили, что ценные бумаги — это мусор, который разорит их держа-

теля. Биржу считали разновидностью казино. Коэффициент P/E был очень низок для всех акций. Грэм использовал эту ситуацию. В некоторых случаях, например, он видел по бухгалтерской отчетности, что даже свободных денег на счете фирмы больше, чем составляет суммарная цена всех ее акций. То есть, если купить все акции фирмы, закрыть компанию и просто распределить свободные деньги среди акционеров, то получится приличная прибыль. Что он и делал на практике несколько раз. В этом случае очевидно, что цена акций такой компании заведомо ниже ее реальной стоимости. Вообще, если коэффициент P/B меньше единицы, где B — это стоимость имущества фирмы по бухгалтерской отчетности (Book Value), то акции такой фирмы стоят меньше цены ее реального имущества. Даже без учета прибыли, которую фирма приносит своим владельцам за счет своей работы, покупка акций в этом случае является очевидно выгодной.

Пользуясь таким подходом, основанном на изучении бухгалтерских отчетов компаний, Грэм реально зарабатывал деньги.

Итак, идея изучения и анализа бухгалтерской информации о фирме, акции которой вы собираетесь купить или продать, была серьезным преимуществом Грэма и его последователей. Так было до тех пор, пока эта методика не стала известна всем.

Грэм написал книги, где подробно изложил свой метод. По сути, он открыл инвестиционному сообществу глаза на реальное положение дел, вернул акции ее первоначальный, но уже подзабытый смысл: акция — это не лотерейный билет, это право владения частью компании. И для того, чтобы понять, хороша акция или плоха, надо изучить дела в фирме. А дела в фирме фиксируются в ее бухгалтерских отчетах. Узнав (хотя бы приблизительно), сколько реально стоит компания, можно выбрать фирмы, которые продаются по существенно заниженной цене. В большинстве случаев со временем рынок осознает истинное положение дел, люди начнут активно покупать акции такой компании, и цена ее акций повысится. Этот же подход использовал на начальном этапе своей деятельности Уоррен Баффет. Тоже успешно.

Почему сейчас это не работает? Все эти рассуждения, которые Грэм привнес в инвестиционный мир, произвели эффект разорвавшейся бомбы. Инвесторы поняли, что инвестирование — это не казино, это наука. За акциями стоит реальная компания, и надо изучать ее бухгалтерские отчеты, чтобы оценить реальную стоимость фирмы. Все стали это делать. Сегодня вы уже не найдете компанию с коэффициентом Р/В меньше единицы. Зайдите на Yahoo Finance, там публикуется этот показатель для каждой компании. Вам вряд ли удастся найти компанию с Р/В меньше единицы. Почему? Потому что мы сталкиваемся с типичным примером того, как исследования рынка изменили сам рынок. Сегодня все знают, что означает для инвестора Р/В меньше единицы. Люди активно покупают акции даже тех фирм, у которых этот показатель даже 2 или немного больше. В результате цены на эти акции растут. А значит, растет и показатель Р/В.

То же самое происходит с главным показателем окупаемости инвестиций — Р/Е. Когда-то считалось правильным покупать акции с показателем Р/Е не более 6. Это означает, что фирма за 6 лет принесет вам столько прибыли, сколько вы заплатите за ее акции (в предположении, что прибыль фирмы будет постоянной все 6 лет). Это также значит, что годовая отдача в виде прибыли на вложенные вами деньги составляет 16,7 % годовых. Но кто сегодня найдет такую акцию? Таких почти нет. Средний показатель Р/Е для компаний S&P 500 составляет примерно 25. Не 6, а 25, вчетверо больше! Годовая доходность сегодня около 4 %, а не 16,7 %. Почему? По многим причинам. В том числе потому, что все сегодня обращают внимание на коэффициент доходности инвестиций. Выбирают для покупки акции тех фирм, у которых коэффициент поменьше. И тем самым поднимают цену этих акций, а значит, увеличивают своими действиями коэффициент Р/Е.

Опять тот же эффект. Исследования, ставшие общедоступными, изменили рынок. Сегодня рынок не такой, каким был в 30–40-е годы прошлого века. Ваш контрагент на фондовом рынке стал другим, и приемы, которые раньше работали и позволяли вам заработать, сегодня уже не действуют.

III. Долгосрочное конкурентное преимущество

В 50–70-е годы XX века ситуация с ценами акций существенно изменилась. Это были годы длительного роста цен на рынке акций. Люди снова поверили в биржу, решили — не без оснований, — что на акциях можно заработать достойные деньги. Среднегодовой рост цены акций в этот период составлял около 11,5 % годовых, а каждый вложенный в 1950 году один доллар превращался за эти 30 лет в 29,5 доллара. Когда Уоррен Баффет начал самостоятельную деятельность (1957 год) цены акций уже были значительно более высокими, чем во времена его работы в фирме Грэма. А вскоре они стали очень высокими. Баффет годами ждал подходящих цен на достойные акции, которые были бы существенно ниже реальной стоимости. И зачастую не мог дожидаться. Именно в это время партнер Баффета по фирме Berkshire Hathaway Чарли Мангер стал постепенно склонять Баффета к более пристальному анализу перспектив роста корпораций, акции которых они собирались покупать. Оба партнера по Berkshire обратили внимание на инвестиционный подход другого великого инвестора — Филиппа Фишера. Кратко смысл этих изменений подхода Баффета можно сформулировать так: не обязательно, чтобы акции компаний были недооцененными. Если наблюдается постоянный стабильный рост объема выпуска продукции фирмы и прибыли, если к тому же есть основания полагать, что этот рост продлится и в будущем, то можно покупать акции фирмы даже с довольно высоким Р/Е. Постоянный рост прибыли на одну акцию через несколько лет приведет к тому, что Р/Е существенно уменьшится (если знаменатель дроби Е растет, то само значение дроби Р/Е уменьшается). Этот подход привел Баффета к формулированию принципа «долгосрочного конкурентного преимущества фирмы». Это усовершенствование принципов инвестирования принесло Баффету и его фирме очень большие деньги. Принцип себя оправдал.

Почему это больше не работает? Принцип работает, но... Баффет не делал секрета из своего подхода. Многочисленные биографы Баффета и исследователи его метода опубликовали книжки, в которых подробно раскрыли принципы и идеи его

работы — и, в частности, понятие «долгосрочного конкурентного преимущества». Инвесторы ознакомились с этими принципами. Акции предприятий, обладающих долгосрочным конкурентным преимуществом, существенно выросли в цене. В настоящее время акции действительно хороших и перспективных в долгосрочной перспективе компаний часто неразумно покупать из-за завышенных цен.

IV. Фирмы с низкой капитализацией

Питер Линч из управляющей компании Fidelity в течение 13 лет своей работы показывал среднюю доходность в размере фантастических 26 % в год (затем он покинул инвестиционную фирму и занялся сочинением музыки). Его принципы отбора акций были достаточно просты: надо выбирать фирмы с хорошим финансовым состоянием (тут он идет по стопам Баффета), но при этом выбирать не огромные состоявшиеся фирмы, которые уже просто не могут показать стремительного роста из-за своей величины, а пока еще небольшие перспективные компании, показывающие великолепную динамику развития. Он утверждал, что частный инвестор может выиграть у профессионалов Уолл-стрит, если будет покупать акции небольших перспективных компаний. Причину этого мы уже упоминали, а подробнее обсудим чуть позже.

Этот метод работал. Он позволил Линчу называться одним из великих инвесторов XX века. Он позволил ему заработать для акционеров его фонда огромные деньги. Он позволил компании Fidelity стать одной из самых больших инвестиционных компаний США. И сегодня этот метод работает, но совсем не так круто.

Почему это больше не работает? Сегодня, когда весь мир прочел книжки Питера Линча «Переиграть Уолл-стрит» (Beating the Street) и «One Up on Wall Street», никто уже не заработает на этой идее фантастические 26 % годовых в среднем. Сама идея признается верной. Статистические исследования показали, что и сейчас фирмы малой капитализации дают доходность в среднем на 1,5–2,5 % годовых выше, чем фирмы из индекса S&P 500, но такой фантастической доходности, какая была у Питера Линча, уже никто сегодня даже и не ожидает получить.

Есть еще несколько идей, например, **технический анализ**, сторонники которого пытаются по графикам динамики цены акции увидеть главенствующую в текущий момент психологию рынка, отношение покупателей и продавцов к перспективам краткосрочного изменения цены конкретной акции. И на этом основании спрогнозировать дальнейшее поведение цены. В этом есть определенное рациональное зерно: по графикам изменения цены понять психологию толпы. Но тысячи обстоятельств кроме психологии игроков толкают цену вверх или вниз: изменения экономических характеристик компании, внезапные новости и многое другое.

Можно было бы подробнее рассмотреть взлет и снижение популярности разных инвестиционных методов. Но у нас нет цели глубоко погружаться в историю идей фондового рынка. Нам достаточно просто осознать, что инвестиционные идеи со временем имеют тенденцию изживать себя. Не потому, что они неверны. А потому, что они становятся общеизвестными. И тем самым эти инвестиционные идеи меняют рынок.

Теперь, вооруженные этим знанием, мы посмотрим на тот пейзаж, который предшествовал появлению идей пассивного индексного инвестирования.

Шаг 59. **ОТДАТЬ ДЕНЬГИ ПРОФЕССИОНАЛАМ?**

«Отдать свои деньги профессионалам рынка ценных бумаг, которые знают все то, о чем мы рассуждаем в этой книжке, гораздо лучше нас», — такая простая мысль, уверен, крутится в голове у многих. Смущает немного Правило № 2, которое мы сформулировали на Шаге 3, «Не доверяйте управление вашими деньгами профессионалам». Но там я лишь сослался на свой личный плачевный опыт и на мнение Баффета. Маловато доказательств.

Пришла пора разобраться с этим подробнее. Тем более что инвестиционный пейзаж Америки в 1975 году, накануне революции Богла, был именно таким: практически всеми инвестициями в США управляли профессионалы. Им, профессионалам, в активно управляемые взаимные фонды несли свои деньги и частные лица, и корпорации, которые создавали пенсионные накопления для своих работников, и другие организации, которые имели финансы длительного назначения. Все рассуждали именно так: пусть профессионалы рынка сделают свою работу и прирастят наши деньги.

И именно такой инвестиционный пейзаж породил то новое явление, которое сейчас разрослось и расцвело пышным цветом — пассивное индексное инвестирование. Это направление серьезно потеснило традиционные активно управляемые взаимные фонды, отобрав у них почти половину рынка, триллионы долларов.

Что же не так в активных взаимных фондах? Дело в том, что они неэффективны. Они дают доходность инвестору меньше, чем дает просто рыночный индекс. Почему так происходит? Ведь

в управляющих компаниях фондов работают профессионалы, которые очень хорошо понимают законы фондового рынка.

Да, конечно.

В чем же дело?

Давайте разбираться.

Как устроен взаимный фонд? Известная управляющая компания (которая обычно управляет несколькими взаимными фондами) назначает менеджером вновь образуемого фонда какого-то известного на фондовом рынке человека, имеющего опыт и репутацию добросовестного и грамотного специалиста. Публикуется документ «Инвестиционная декларация», в котором описывается про этот фонд все: все детали, как он будет работать.

Так, например:

— Каковы пропорции между разными инструментами (акциями и облигациями или еще какими-то инструментами), которые будут в портфеле фонда? Скажем, **акций** — 50–70 %, **облигаций** — 25–30 %, **наличных денег** — до 10 %;

— Каков принцип отбора конкретных акций и облигаций? Например: Value Investing, что означает выбор недооцененных хороших акций. Также указывается принцип отбора облигаций, например, с рейтингом не ниже А;

— И многие другие параметры нового фонда.

Затем проводятся рекламная и подписная кампании этого фонда, в ходе которых люди приобретают акции фонда. Таким образом, продажей своих акций (или долей — units) фонд собирает деньги, которые направляет на покупку ценных бумаг. Сформировав свой портфель ценных бумаг — акций и/или облигаций — фонд начинает «жить своей жизнью» — курсы акций и облигаций, которыми владеет фонд, ежедневно меняют свое значение. Поэтому можно также ежедневно оценивать, сколько сегодня стоит весь фонд, сложив все активы фонда по их текущим ценам. А разделив суммарную оценку стоимости всего фонда на число его собственных акций в обращении (на руках

у инвесторов), можно получить численную оценку стоимости одной акции фонда. Эти цифры общедоступны. Таким образом, каждый инвестор, купивший акции фонда, может ежедневно наблюдать, как меняется цена акции взаимного инвестиционного фонда.

Покупка акций взаимных фондов удобна мелким инвесторам, у которых небольшая сумма инвестиций. Скажем, если у вас есть только 1000 долларов на инвестиции, вы просто физически не можете купить разнообразные акции компаний из разных секторов экономики, поскольку вашей суммы достаточно, чтоб купить только несколько штук акций. Купив же акции взаимного фонда, вы становитесь совладельцем (в малой доле) всех вложений фонда, а там обычно несколько сотен различных акций и/или облигаций.

Второе удобство покупки акций взаимного фонда — за вас думают профессионалы! Вам не надо решать, в какую компанию имеет смысл вложиться. Правда, вам надо выбрать сам фонд. А фондов в США — тысячи!

Как выбирать? У каждого фонда есть Performance: статистика, которая показывает, как данный фонд сработал за последние 3 месяца, за полгода, за год, за три года. Можно посмотреть и сравнить. И выбрать лучший. Но мы не будем этого делать. Исследователи уже проделали эту работу. Исследования достижений активных взаимных фондов показали, что около 80 (цифра разная в разные годы) всех фондов, как ни странно, показывают результат хуже, чем индекс (вот почему мы сразу, в самом начале книги, сформулировали Правило № 2).

То есть, простая покупка индекса приведет в большинстве случаев к лучшему результату, чем покупка акций взаимного фонда (где специалисты отбирают лучшие компании, глубоко изучая их экономику).

Почему так? Разве во взаимных фондах работают недостаточно грамотные специалисты?

Разумеется, специалисты управляющих компаний фондов очень грамотны (бывают, конечно, досадные исключения, но именно

как исключения, а не правило). Причина в другом. ОНИ НЕ МОГУТ СЕБЕ ПОЗВОЛИТЬ КУПИТЬ АКЦИИ ПО-НАСТОЯЩЕМУ ХОРОШИХ КОМПАНИЙ. Удивительно, но это именно так.

Питер Линч (Peter Lynch), написал книжку, которая называется «One Up on Wall Street». Я бы перевел это как «Переиграй Уолл-стрит». Она посвящена тому, как простой, неискушенный инвестор может легко обыграть профессионалов фондового рынка. В этой книге он, в частности, подробно обсуждает причины, почему профессионалы не покупают наиболее перспективные, растущие в десятки раз в цене акции, а вместо этого покупают самые заурядные и медленно или совсем не растущие компании. Приведу некоторые причины (в своем непрофессиональном переводе) из книжки Линча.

1. **«Вы никогда не потеряете работу, если будете терять деньги клиентов, вложенные в IBM».** Если у IBM дела идут плохо, ваш босс спросит вас: «Что, черт возьми, происходит с IBM в последнее время?» Если же дела идут плохо у сети дешевых мотелей La Quinta Motors Inn, акции которой вы купили, ваш босс спросит вас: «Что, черт возьми, происходит с тобой?» Вот почему управляющие портфелям фондов не купят La Quinta Motors Inn. Они также не купят Wal-Mart, когда его акции торгуются по 4 доллара, он представляет собой единственный магазин в маленьком городе в штате Арканзас и имеет планы серьезного расширения и создания сети. Но они зато купят Wal-Mart, когда у него есть магазины в любом крупном городе Америки, когда фото руководителя сети красуется в журнале People и акции стоят уже 40 долларов, когда уже упущен их 10-кратный рост.

2. Самые плохие вещи случаются в инвестиционных фирмах при банках, или при страховых компаниях, или при пенсионных фондах, где менеджеру разрешено выбирать акции только из утвержденного списка фирм. Дело в том, что компаниям не так важно, сработают они хуже или лучше, им важно, чтоб они сработали не хуже своего конкурента. Иначе богатые клиенты заберут свои деньги у них и отдадут конкурирующей фирме. Поэтому лучше купить примерно те же акции, что и конкурент. И если мы потеряем на этом деньги — это не страшно,

поскольку мы сделаем это вместе с конкурентом. А если мы попытаемся купить по-настоящему перспективные компании, мы подвергнем себя риску сработать в какой-то момент хуже конкурента. И потерять инвесторов. Вот почему составляется список компаний, которые можно покупать. Он утверждается инвестиционным советом. Если один из, скажем, четырех членов совета против какой-то компании, компания вычеркивается из списка. В списке остаются самые заурядные, общеизвестные и слабо растущие компании. Члены совета не изучают фирмы сами. Они основываются на общих представлениях, что Nike, например, хорошая фирма. «Вы видели когда-нибудь, чтобы отличная музыка писалась коллективом?» — спрашивает Линч.

3. Добавлю пару пунктов от себя. Инвестиционная декларация взаимных фондов составляется так, что небольшие компании (среди которых часто встречаются наиболее перспективные для роста) просто нет смысла покупать. Например, запрещается покупать пакет более 10 % всех акций компании. Но 10 % небольшой перспективной компании — это очень мало для фонда, который управляет огромными деньгами инвесторов. Если компания представляет интерес, но стоит «всего» 500 миллионов долларов, то фонд может купить ее акций не более чем на 50 миллионов. А для взаимного фонда в 20 миллиардов долларов это всего четверть процента от его портфеля. Это очень мало. Даже если акции этой компании подскочат в 3–4 раза, это приведет к росту фонда только на 0,5–0,75 %. Абсолютно незаметный прирост. Ниже уровня ежедневных колебаний его стоимости. Следовательно, акции такой небольшой, но очень перспективной компании нет никакого смысла покупать инвестиционному фонду (но очень большой смысл купить эти акции частному инвестору, ведь чаще всего он не оперирует десятками миллиардов долларов).

4. Пожалуй, главное. Работу взаимного фонда постоянно оценивают те, кто вложил в него свои деньги. Они видят, как меняется цена акций взаимного фонда ежедневно, графики цены общедоступны. Парадокс! Люди, которые сказали себе, что они

не специалисты, что они ничего не понимают в инвестировании, именно эти люди выставляют оценки специалистам, которым они отдали свои деньги. Они не готовы ждать несколько лет, чтобы дождаться, когда хорошие акции, выбранные профессионалами фонда, «выстрелят». Просто потому, что они ничего в этом не понимают. Они смотрят и видят, что месяц за месяцем фонд показывает результаты хуже, чем другой фонд. Что они делают? Они продают акции этого фонда и покупают акции того фонда, который в последние 3–6 месяцев показывал лучшие результаты. Такова специфика работы инвестиционных менеджеров. Они прекрасно видят хорошую акцию растущей компании, которая сегодня недооценена рынком. Они знают, что через определенное время — через год или два — эта акция покажет очень хороший рост, но они понимают, что это не произойдет в текущем квартале или через полгода. И они не покупают ее. Они предпочтут акции компании, которая поглотила какую-то другую фирму — и на этой горячей новости ее акции в течение месяца подорожают. Неважно, что сама идея поглощения была, допустим, в данном случае весьма сомнительной. Фонд должен показывать рост каждый квартал и каждый год! Он не может себе позволить снижения цены своих активов! Особенно он не может себе позволить снижения цены активов, когда в других фондах наблюдается рост. Потому что испуганные убытками инвесторы, опасаясь за свои деньги, просто уйдут из фонда. Продадут свои акции этого фонда. А ведь зарплаты сотрудников управляющей компании берутся из отчислений за управление фондом. Отчисления эти процентные. Чем меньше будет объем фонда, тем меньше денег на зарплаты сотрудникам. Поэтому интересных приобретений делать нельзя. Можно покупать лишь примерно то, что покупают и другие. Это грамотный, самостоятельно инвестирующий частный инвестор, правильно понимающий суть инвестирования, имеющий определенную философию и крепкие нервы, может себе позволить пережить полосу снижения стоимости компании. Он понимает, что если дела у «его» компании идут хорошо, она растет и развивается, то и цена ее акций будет со временем расти, как бы ни реагировал рынок на текущие малозначительные события. Но эта наука

совершенно неизвестна подавляющему большинству неквалифицированных инвесторов, отдавших свои деньги в инвестиционный фонд. Инвесторы активного взаимного фонда не собираются анализировать каждую компанию, акциями которой владеет их фонд. Они делают выводы, исходя из стоимости всего фонда и каждой его акции. А менеджеры фондов вынуждены ориентироваться именно на среднего неквалифицированного инвестора, который является держателем акций их фонда, если эти менеджеры не хотят потерять в своей зарплате или потерять работу.

Уоррен Баффет рассказывал, что он как-то обедал с аналитиком крупной инвестиционной управляющей компании. Этот аналитик с гордостью показал ему альбом со словами: «В этом альбоме собраны лучшие компании Америки, в которые мы собираемся вложиться». Баффет перелистал альбом и спросил: «А почему здесь нет такой-то компании?» На что аналитик с горечью ответил: «Я знаю, что вложения в эту фирму были бы очень хороши. Но мы просто не можем этого себе позволить».

Давайте конкретно посмотрим, что же в результате выбирают активные взаимные фонды? Возьмем для примера активный фонд BSIX известной управляющей компании BlackRock. Вот самые крупные пакеты ценных бумаг этого фонда:

Name	Weight (%)
FEDERAL NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION	8.18
UNITED STATES TREASURY	7.13
GOVERNMENT NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION II	5.85
FEDERAL HOME LOAN MORTGAGE CORPORATION	2.26
GOLDMAN SACHS GROUP INC/THE	1.54

Они совершенно не поражают новизной и оригинальностью. Три всем известные государственные ипотечные ассоциации, называемых на сленге биржевиков Fannie Mae, Ginnie

Мае и Freddie Mac, облигации казначейства США и акции финансового гиганта Goldman Sachs. Скажите, что из этого не мог бы включить в свой портфель новичок, не обладающий специальными знаниями? Эти инвестиции являются совершенно банальными, если можно так выразиться. За что же платит инвестор большие комиссии специалистам фонда BSIX?

Успехи фонда BSIX тоже не поражают воображение. Цена акций фонда выросла с конца 2008 по конец 2018 года в 1,79 раза, что соответствует 6 % среднегодовой доходности. За то же время индекс S&P 500 вырос в цене в 2,72 раза, что соответствует среднегодовой доходности 10,5 %.

Здесь, правда, надо отметить, что BSIX нацелен на получение высокого Income — ежегодно выплачиваемого дохода: дивидендов по акциям и купонов по облигациям. Поэтому правильной сравнивать с индексом S&P 500 — общий доход с учетом выплаты дивидендов и купонов (Total Return), а не просто рост цены акций.

И для справедливости надо сказать, что активно управляемые фонды далеко не окончательно побеждены индексными. Приведу пример уважаемой управляющей компании T. Rowe Price и ее активного фонда PRMTX. Акции этого фонда за последние 20 лет, с конца 1998 по конец 2018 года, выросли в цене в 4,09 раза, а S&P 500 за то же время вырос только в 1,98 раза. Причем, если рассмотреть сравнение доходностей фонда PRMTX с S&P 500 по годам, то мы увидим, что и год за годом активный фонд почти всегда бил индекс.

И тем не менее, Баффет справедливо говорит: «Если вы вообще ничего не понимаете в инвестициях, купите лучше индекс и покупайте его по мере возможности многократно. Это самая разумная стратегия».

А сейчас давайте сделаем краткие промежуточные выводы:

1. Активные взаимные фонды, которые безраздельно господствовали на фондовом рынке в США и во всем мире, оказались весьма неэффективными. Инвесторы

часто получали от них доходность даже меньшую, чем давал обычный биржевой индекс.

2. Связано это не с тем, что в активно управляемых фондах работают плохие специалисты, а с особыми условиями и требованиями к этой работе. Коротко говоря, суть дела парадоксальным образом сводится к тому, что управляющие в силу ряда причин **не могут себе позволить** покупать акции инвестиционно перспективных компаний, которые на длительных интервалах обещают большой рост.
3. Затраты активных взаимных фондов были в те времена велики — 1,5–2 % от объема фонда. Это было связано с необходимостью содержать штат аналитиков, на рекомендациях которых основывался выбор ценных бумаг. Ну и было еще, конечно, желание управляющих компаний получать хорошую прибыль. Особо надо подчеркнуть, что комиссия управляющей компании в большинстве случаев не зависит от величины прироста капитала инвесторов, а определяется фиксированным процентом от объема инвестированных в фонд средств. Поэтому низкий рост, который управляющая компания обеспечила клиенту, не сказывался напрямую на ее вознаграждении. И надо еще помнить, что даже если управляющий показывал результаты несколько выше рынка, то после вычета комиссии за управление результаты оказывались часто хуже рыночного индекса.
4. Мы также видим, что инвесторы массово нарушали то Правило № 2, которое нами сформулировано в самом начале: «Не доверяйте управление вашими деньгами профессионалам», — и они поплатились за это низкой эффективностью своих инвестиций.

Джон Богл решил создать фонд, который вообще не будет иметь аналитического подразделения, а выбор ценных бумаг будет производиться путем точного копирования ценных бумаг и их пропорций в рыночном индексе. В таком фонде затраты на управление будут во много раз ниже, а доход инвестора будет довольно точно повторять доходность биржевого индекса.

Эта идеология со временем получила огромное, массовое признание. Сегодня появились тысячи открытых и закрытых фондов (забыли, что это? — см. Шаг 28), копирующих различные биржевые индексы.

По сути, Богл произвел революцию, отказавшись от аналитического подразделения, просто копируя индексы — и поэтому предельно снизив комиссию управляющей компании. Такое изменение подхода дало инвесторам возможность зарабатывать больше, а платить за управление меньше. Немудрено, что это преобразование инвестиционной индустрии было на руку клиентам. Инвесторы начали массово переводить свои капиталы из традиционных активных фондов в индексные фонды. А теория работы именно с индексами — теория пассивного индексного инвестирования — получила дальнейшее развитие и заиграла новыми красками. Но об этом поговорим на следующем шаге.

Шаг 60. **ПОБЕДНАЯ ПОСТУПЬ ПАССИВНОГО ИНДЕКСНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ**

Изменения в идеологии инвестирования, которые внес Джон Богл, были принципиальными. Вместо попыток переиграть рынок, получить доходность выше средней, стала широко распространяться другая идеология: получить доходность «по рынку» — это лучшее, что может сделать частный инвестор. Ведь если внести свои деньги в активный фонд, то это чаще всего приведет к худшим результатам.

Идея прижилась. Точнее сказать, с этого момента началась ее победная поступь.

Ведь подавляющее большинство частных инвесторов, которые хотели построить свое благополучие на рынке ценных бумаг, даже не собирались и не собираются идти тем путем, которым пошли мы с вами. Они не хотят разбираться со всей этой премудростью. Каждый должен заниматься своим делом — так они думают. Поэтому ничего другого, кроме как отнести свои деньги в инвестиционный фонд, они даже не рассматривали. Они совершенно не руководствовались Правилом № 2, которым руководствуемся мы. Поэтому вопрос для частных инвесторов в большинстве случаев стоял просто: в активно управляемый или в пассивный индексный фонд отнести свои кровно заработанные деньги? И в этом смысле пассивный индексный фонд выглядел и фактически являлся, как правило, более привлекательным: затраты на оплату работы фонда меньше, а результат инвестирования — чаще всего лучше, чем у активно управляе-

мых фондов. Деньги инвесторов (не только частных) стали перетекать в индексные фонды.

Это явление привлекло внимание исследователей. Появилась большая серия работ разных авторов, которые строго статистическими методами доказывали: активно управляемые фонды работают в целом хуже индекса. А если какому-то фонду удавалось в один год переиграть индекс, то в другой год он чаще всего отставал от индекса.

В конце концов, возникла простая мысль: ведь все эти фонды в совокупности и представляют собой рынок. При каждой купле-продаже какие-то акции просто переходят из одних рук в другие. А в целом все акции находятся на руках у множества инвесторов и лишь тасуются время от времени, переходя от одного к другому. Поэтому если подсчитать в среднем по всему рынку за год, то насколько подорожали или подешевели все вместе акции за этот период, настолько и стали богаче или беднее все инвесторы в совокупности, то есть, в среднем. При этом кто-то, конечно, показал результаты лучше средних, но кто-то, значит, показал результаты хуже средних. Иначе среднее не было бы средним.

Но ведь активные фонды постоянно еще и «откусывают» от этого среднерыночного результата свою немалую комиссию. Значит, инвесторам остается меньше среднего результата. Поэтому надо выбирать те фонды, которые тоже дают среднерыночный результат, но имеют в разы меньшую комиссию. А это как раз индексные фонды.

Далее размышления исследователей шли таким путем: если какой-то управляющий активного фонда сработал лучше рынка в один год, то, вероятно, он сработает хуже рынка в другой год. Проверили на фактическом материале. Подтвердилось.

Но были обнаружены также и фонды, которые год за годом показывали отличные результаты. Однако и это не смутило неутомимых исследователей. Это же можно объяснить простой случайностью. Исследователи — дотошные ребята — предложили такой мысленный опыт. Вы на стадионе, где 5000 зрителей,

попросили всех встать и подбросить монетку. Те, у кого выпал «орел» остаются стоять, а у кого «решка» — садятся. Стоящие опять подбрасывают монетку. Снова садятся те, у кого «решка». Остаются стоять примерно 1250 человек, у которых дважды выпал «орел». Повторим так 10 раз. Останутся стоять примерно 5 человек, у которых 10 раз подряд выпал «орел». Но при этом, вероятно, неправильно было бы называть этих пятерых специалистами по получению «орла» при подбрасывании монеты. Просто им повезло. «Вот!» — сказали исследователи. Если у вас есть фонд, который 10 лет подряд показывает выдающиеся результаты своей деятельности, то это совсем не значит, что у него выдающиеся управляющие. Скорее всего, ему просто повезло. А в следующий год, согласно теории вероятностей, у этого фонда шансы обыграть рынок или отстать от него опять 50/50. И если вы на основании его прошлых побед отнесли туда свои деньги, то вы ничего выдающегося по отношению к случайному выбору любого другого фонда не получите. Опять в среднем будет все так, как сработал рынок, минус очень небольшая комиссия фонда.

То есть, нам, вроде бы, логично доказали, что единственный разумный путь — купить акции (или паи) индексного фонда, который повторяет рынок, повторяет его взлеты и падения. И все! Это лучшее, что мы можем сделать!

Все то, что мы так долго изучали в Главе 4 этой книжки, ни к чему. Не нужны методы и подходы Уоррена Баффета. Не надо выбирать хорошие, перспективные компании, которые дают нам высокий шанс переиграть рынок. Не надо анализировать экономику фирмы и изучать бухгалтерские таблицы, приоткрывающие глубинную суть ее деятельности. Не надо учиться «разговору цифр» финансовых таблиц компании. Так ли это? Достаточно ли просто купить акции индексного фонда? Это действительно лучшее, что мы можем сделать?

Вроде бы, все вышеприведенные рассуждения логичны. Да и выдающиеся экономисты и инвесторы подтверждают это своим авторитетом. Вот некоторые высказывания уважаемых специалистов.

Уоррен Баффет:

«Лучший способ владеть обыкновенными акциями — через индексные фонды» (письмо акционерам Berkshire Hathaway Inc., 1996 г.).

Нобелевский лауреат по экономике Уильям Шарп:

«Большинство моих вложений — в индексные фонды акций».

Нобелевский лауреат по экономике Даниэль Канеман:

«У них просто не получится сделать это. Это просто невозможно» («Инвесторы не могут обыграть рынок» («Investors Can't Beat the Market»), Economics, 2 января 2002 г.).

Нобелевский лауреат по экономике Пол Самуэльсон:

«Есть крайне мало людей или организаций, которые имеют хоть какие-либо предположительные преимущества перед основанными на индексах фондами с низкими комиссиями без нагрузки, в частности, с поправкой на риск».

Чарльз Шваб:

«Покупайте индексные фонды. Может показаться, что это требует не так много действий, но это самый умный поступок» (Money magazine, январь 2007 г.).

Питер Линч:

«Большинству индивидуальных инвесторов было бы лучше вложиться в индексный взаимный фонд» (Baron's, 2 апреля 1990 г.).

Джим Крамер:

«Даже без учета расходов, **активно управляемые** фонды не смогут обыгрывать рынок в 80 % — 90 % случаев. Это означает, что по крайней мере ваши пенсионные сбережения лучше инвестировать в **индексный фонд** с низкими затратами, который просто пытается повторять рынок в целом, чем во взаимный фонд, который пытается обыграть рынок («Будьте без ума от жизни» («Stay Mad For Life»), 2007).

У вас не возникает интеллектуальный протест? Вам не кажется, что, при всей уверенности высказываний этих специалистов, существует какой-то логический сбой в их рассуждениях? А как же сами Питер Линч или Уоррен Баффет, которые из года в год показывали выдающиеся результаты? Они-то как раз являются живым примером того, что отлично работает другой подход. Не тот, который они сейчас освятили своим авторитетом, а тот, который они исповедуют в своей инвестиционной практике — выбор отдельных перспективных компаний. Это очень интересный вопрос. Мы его подробно разберем в этой главе.

А пока обратите, пожалуйста, внимание, что почти в каждом из высказываний есть небольшие оговорки такого типа: *«по крайней мере», «крайне мало людей... которые имеют... преимущество», «Большинству индивидуальных инвесторов»*. Как будто авторы хотят сказать, что бывают и другие случаи, но не о них сейчас речь. И еще: во многих высказываниях идет явное сравнение только с одной альтернативой индексного инвестирования — вложением в активные фонды. А ведь есть еще одна альтернатива, с которой авторы этих высказываний не проводят сравнения. Это именно то, чем мы занимаемся: самостоятельный отбор акций и других инвестиционных инструментов. А что, если сравнить и эти варианты? Мы обсудим эти важные вопросы чуть дальше.

А сейчас пока продолжим следить, как идеи пассивного индексного инвестирования шагали по планете.

Появились различные научные организации, которые создали новые семейства ставших такими популярными индексов (обычно их создают не по одному, а целыми группами). Вот, например, для интересующихся ссылка на группу индексов CRSP: http://www.crsp.com/files/Equity-Indexes-Methodology-Guide_0.pdf. Здесь обсуждаются критерии, по которым производится отбор акций в тот или иной конкретный индекс, а также многие сложные методические вопросы.

Далее стали возникать многочисленные управляющие компании, которые стали специализироваться на создании взаимных индексных фондов и ETF, то есть, фондов, которые повто-



ряют индексы. Сегодня таких индексных фондов очень много. Ведь и самих индексов сегодня очень много. Индексных фондов сегодня тысячи! На этом сайте — <https://www.statista.com/statistics/278249/global-number-of-etfs/> — вы можете посмотреть, как стремительно растет число ETF. В 2017 году их насчитывалось уже 4,5 тысячи. И есть еще взаимные индексные фонды.



Как инвестору сделать правильный выбор индекса или индексного фонда? Намного ли это проще, чем выбирать хорошие акции? Для кого как, вероятно. Мне лично проще выбирать акции. Там есть понятные экономические соображения, по которым можно оценить перспективы фирмы. А как выбирать индексы? Предпочесть индекс «Европейских стран и стран Тихоокеанского региона» или чисто «восточно-азиатский индекс»? Чем руководствоваться при таком выборе? Я не знаю. И я не умею прогнозировать экономические перспективы отдельных стран и их групп на длительную перспективу. Все, что я знаю, говорит мне, что и специалисты по региональным экономикам не берут на себя ответственность предсказывать долговременные тенденции таких больших образований. Слишком многое там зависит от политики и других внеэкономических факторов. В экономике компаний, на мой взгляд, прогнозы гораздо проще и яснее.

Но я знаю, что есть люди, которые берут на себя труд такого выбора. Это инвестиционные консультанты. Правда, я ни разу не видел теории этого выбора. Все инвестиционные консультанты в обоснование своего выбора используют современную портфельную теорию (МРТ), которую мы рассматривали в Главе 5. Это, конечно, очень разумно и правильно. Только эта теория оперирует понятием «актив». Ей не важно, является ли активом акция, группа акций или индекс. Портфельную теорию можно и нужно применять и тем, кто делает собственный индивидуальный выбор акций и облигаций, и тем, кто работает исключительно с индексами и ETF. Портфельная теория не дает ответа на вопрос «Лучше взять индекс восточно-азиатского региона или индекс Сингапура?» А как ответить на такой вопрос? Я лично не знаю. Но инвестиционные консультанты делают такой выбор для желающих. Одновременно они часто объяс-

няют своим клиентам, что только пассивное индексное инвестирование обеспечит инвестору наилучшие результаты. Я не видел ни одного инвестиционного консультанта, который пропагандирует подход индивидуального отбора ценных бумаг. Хотя наиболее честные из них упоминают, что такой подход тоже возможен, но он очень затратный по времени и сложный для понимания. Так ли это? Мы это тоже обсудим позже.

Продолжим пока следить за развитием идей пассивного инвестирования.

В конце 60-х годов экономисты Юджин Фама и Пол Самуэльсон сформулировали **«гипотезу эффективного рынка»**. Это не теория, а гипотеза, то есть, предположение. Оно не доказано. Эта гипотеза довольно непростая, чтобы подробно обсуждать ее в этой книге. Кроме того, она подвергалась и подвергается серьезной критике. Но также она и продолжает развиваться. У этой гипотезы есть одно истолкование, которое имеет непосредственное отношение к нашим практическим инвестиционным делам и к тому, что мы сейчас обсуждаем. Это гипотеза истинной, правильной цены.

Суть ее в том, что цена всех акций правильна, она точно отражает их ценность. То есть, более ценные акции имеют пропорционально более высокую цену. Тогда получается, что для инвестора нет более выгодных или менее выгодных акций (а также облигаций или других активов). С учетом цены они все эквивалентны. Если, скажем, у акции более высокая ценность, то у нее настолько же более высокая и цена. И для инвестора, получается, уже неважно, какую акцию или облигацию купить. С учетом выложенных за нее денег они все получаются равноценными. Понятно, что все рассуждения о хороших и плохих акциях, о перспективных и неперспективных компаниях, которые мы вели ранее, рассыпаются в прах, если согласиться с этой гипотезой.

Предельно популярно и наглядно суть этой гипотезы сформулировал Бертон Мэлкил в своей ставшей бестселлером книжке «Случайная прогулка по Уолл-стрит». Он говорит, что если обезьяна с завязанными глазами будет кидать дротики в таблицу акций в газете «Уолл-стрит джорнал», то выбранные ею таким

образом акции окажутся для инвестора ничуть не хуже и не лучше, чем рекомендации лучшего специалиста. Поскольку с учетом их цен, все акции равноценны. Сильное утверждение, не так ли? Кроме всего прочего, оно напрочь разбивает наши попытки выбрать хорошие компании.

У этой гипотезы примерно такое объяснение. На рынке не просто много профессионалов, там в основном профессионалы работают. Они зорко следят за любыми возможностями заработать прибыль. Всякое отклонение цены от справедливой — это возможность заработать. Или на продаже того, что сейчас дороже правильной цены, или на покупке того, что сейчас ниже правильной цены. Таким образом, массово продавая дорогое и массово покупая дешевое, они толкают цены к их правильным значениям. Ведь при массовом спросе на акции с заниженной ценой их цена растет. Таким образом, цены быстро приходят к своим правильным значениям. При которых уже заработать нельзя. Поскольку это делается максимально быстро, чтобы опередить конкурентов, то цены за счет этого механизма практически не отклоняются от правильных. И таким частным инвесторам, как мы с вами, не остается ничего другого, как покупать любую акцию (или облигацию, или другой актив) без разбора. Вот такой неутешительный вывод, очень работающий на идею пассивного инвестирования.

Давайте разбираться.

Отношение к этой гипотезе у разных людей разное. Некоторые сторонники пассивного индексного инвестирования готовы ее, понятное дело, принять. Есть и другие мнения. В свое время Уоррен Баффет сказал: «Если бы рынки были эффективны, я бы стоял на перекрестке с протянутой рукой и просил милостыню». Действительно, он все свои немалые деньги заработал именно на том, что умел выбрать акции, которые росли быстрее других. Но это ведь было бы невозможно, если бы все акции были равноценны. Так в чем же тогда ошибка в этом логичном объяснении всегда «правильных» цен?

Дальше я выскажу свое частное мнение, к которому прошу отнестись с максимальной осторожностью в соответствии с Правилom № 1.

Я считаю, что эта гипотеза оказывается верна в ряде случаев, а в других случаях не верна. Более того, она верна как тенденция. Чуть раньше или позже цены становятся правильными. Помните, как Грэм отвечал на вопрос Баффета: «Если компания успешно растет, то со временем то же произойдет и с ее ценой». Здесь ключевые слова «со временем». Человек не робот. Со временем вся совокупность людей, которая образует рынок, осознает правильную цену актива. Но далеко не сразу.

Второе обстоятельство, почему эта гипотеза далеко не всегда работает — это эмоции игроков. Не так давно под влиянием ряда негативных новостей цена акций Facebook существенно снизилась. Я счел, что в это время цена акций была ниже справедливой цены, и купил акции FB. Но человек, который мне их продал (я не знаю, кто это, разумеется, но там же был конкретный продавец), считал по-другому. Кто из нас прав, покажет время. Но ведь кто-то из нас был неправ. То есть, профессионализм игроков — понятие относительное. В том объяснении, которое приводится для обоснования правильности всех цен, есть одно непонятное место: кто же продает акции, когда все профессионалы толпой кидаются покупать акции с ценой ниже правильной? Кто и почему их продает?

И третье обстоятельство. Бывает и так, что для одного игрока сегодняшняя цена является завышенной по отношению к правильной, а для другого эта же цена занижена по отношению к правильной. И при этом оба правы. Поэтому один очень разумно продает акции по этой цене, а другой столь же разумно их покупает. Дело в том, что цели инвесторов и их стратегия и тактика биржевой игры могут быть совершенно разными. Одна из причин (но не единственная) такого явления — разные горизонты инвестирования. Допустим, один обоснованно предполагает, что в течение ближайшего года цена данной акции не вырастет. А его горизонт инвестирования именно один год. Поэтому он правильно делает, что продает акции, которые не вырастут в цене, на которых не заработаешь. Покупатель тоже понимает, что цена в течение года не вырастет, но он также понимает, что в долговременной перспективе у компании-эми-

тента очень хорошие возможности. А он инвестирует именно на долгий срок, на десяток лет. И для него покупка по данной цене очень привлекательна. Так разница целей игроков может превратить сделку в выгодную для обеих сторон. Так какова же в этом случае текущая цена: правильная или неправильная? И что вообще в этом случае значит «правильная цена»?

А теперь давайте спустимся от этих абстрактных рассуждений на землю и посмотрим на то, что происходит в реальности.

Мы уже обсуждали в Главе 3, что акции таких компаний, как, например, Microsoft, Home Depot, Berkshire Hathaway, выросли в свое время очень существенно, просто взлетели.

Если обезьяна с завязанными глазами в начале января 1989 года метнула дротик и попала в строчку с акциями Microsoft, то инвестор, который по ее совету купил эти акции в далеком 1989 году, в январе 2019 года горячо поблагодарил обезьяну. Его деньги, вложенные по ее совету, увеличились в 244 раза. Но если в том же далеком январе 1989 года обезьяна попала в строчку с акциями Ford Motor, то инвестор в январе 2019 года (через те же 30 лет) готов убить не только обезьяну за некачественное метание дротиков, но и Бертон Мэлкила за инвестиционный совет следовать за этой слепой обезьяной. Он за тридцать долгих лет не заработал ничего: акции стоили тридцать лет назад 9 долларов, а сегодня они стоят 8,72 доллара. Вы все еще уверены, что цена обеих акций в 1989 году была правильной для человека, который инвестирует на 30 лет? Акции этих двух компаний действительно были эквивалентны при их ценах в 1989 году?

Я, честно говоря, не до конца понимаю, как многие люди с восторгом воспринимают эту метафору Мэлкила про обезьяну. Почему люди инвестируют на основании идей такого рода?

Так что же происходит с эффективным рынком? Где эта эффективность? Где та «правильная цена» любой акции, которая в точности отражает всю имеющуюся информацию о фирме? Причем априори, а не на основании изучения этой самой информации. Почему же, в таком случае, на одной акции можно заработать огромные деньги, а на другой — ничего, если все акции

эквивалентны? Так стоит все же внимательно отбирать акции или надо продолжать метать дротики?

Как бы вы ни ответили на эти вопросы, важный факт состоит в том, что огромное число приверженцев пассивного индексного инвестирования вложили сегодня триллионы долларов в метание дротиков. Они покупают и продают индексы, то есть покупают акции пакетами, целыми наборами, которые входят в индекс. Они не изучают экономику каждой компании, которая включена в состав индекса. И они не смотрят на цену ее акций при покупке.

Это очень интересное явление.

Популярность пассивного индексного инвестирования в очередной раз начинает менять фондовый рынок. И этот факт не следует игнорировать, даже если вы сами не являетесь сторонником гипотезы метания дротиков. Этот факт обязательно нужно учитывать и по возможности извлекать из него свою выгоду. Перед нами немного изменившийся рынок. Он опять немного новый. Измененный под влиянием популярной теории. Его надо понять и грамотно на нем работать к своей выгоде.

Шаг 61. «РЫНОК» ИЛИ «ИНДЕКС»?

Когда мы обсуждали на предыдущем шаге логику пассивного индексного инвестирования, там часто в рассуждениях сторонников и доказательствах шла речь о рынке в целом. «Все не могут обыгрывать рынок, поскольку рынок это и есть все». Примерно такого типа рассуждения.

Но интересно заметить, что после такого рода рассуждений пассивные инвесторы не идут покупать «весь рынок». Ведь весь, скажем, американский рынок — это более 10000 наименований акций различных компаний, а число всех акций, торгуемых на американских биржах, превышает 18000. И есть индексы широкого рынка, которые содержат хоть не все 10000 или 18000, но 3–4 тысячи разных акций. Однако чаще всего инвесторы идут покупать ETF на индекс S&P 500, который содержит только 500 различных акций. В 20 раз меньше, чем весь рынок. Правильно ли они отождествляют весь рынок с индексом S&P 500? Ведь они купили только 5 % от общего списка акций американского рынка. Получат ли они среднюю по рынку доходность при этом?

Я перевел статью, которая имеет прямое отношение к этим вопросам.

«8 Уроков из 80-летней истории американского рынка»

Автор: Пол Мэрримэн.

Оригинал: <http://www.marketwatch.com/story/8-lessons-from-80-years-of-market-history-2014-11-19>



Как вы думаете, какую самую важную вещь должны делать инвесторы?

Стараться поддерживать низкие затраты на обслуживание своих инвестиций? Нанять самого выдающегося менеджера? Избегать налогов? Это все очень важные вещи. Но позволю себе высказать одно неочевидное суждение: самое важное ваше решение — это выбрать, во что вы будете инвестировать. Выбор класса активов — вот как это называется.

(На самом деле, отложить небольшую сумму, чтобы инвестировать ее во что-то впервые — это самое основное, что вы делаете. А если вы этого не делаете, значит вы еще не инвестор.)

На фондовом рынке вы можете инвестировать в популярные растущие акции или нелюбимые рынком стоимостные акции. Вы можете инвестировать в большие компании (*large-cap*) или маленькие компании (*small-cap*). Вы можете инвестировать в акции компаний США или международных фирм; вы также можете инвестировать в развивающиеся рынки или в трасты недвижимости (*REIT*).

Специалисты считают, что более 90 % от того, сколько вы заработаете на ваших инвестициях, зависит от вашего выбора класса активов. (При этом предполагается, что вы инвестировали ваши деньги и забыли о них надолго. Если вы постоянно покупаете и продаете, то результат совершенно непредсказуем.)

Таблица, помещенная ниже, показывает, сколько зарабатывали инвесторы за восемь десятилетних периодов, если они инвестировали в четыре самых важных класса акций США:

- смесь акций больших компаний (представлены индексом S&P 500);
- «стоимостные» (*value*) акции больших компаний;
- смесь акций малых компаний;
- «стоимостные» (*value*) акции малых компаний.

(Слова «смесь акций» означают, что растущие акции и стоимостные акции представлены примерно 50/50, а «стоимостные» (*value*) акции — это означает смесь, составленную почти полностью из стоимостных акций.)

Многие люди считают, что индекс S&P 500 как раз и представляет собой весь рынок, но это не так. На самом деле, длинные выборки

акций трех других классов превосходят индекс S&P 500 на длинных периодах времени.

Я мог бы сделать табличку и с ежегодными данными, но для большинства читателей в ней будет слишком много цифр для анализа. Еще одна причина, почему я сделал десятилетние периоды, это известная фраза Баффета: не покупай акции, которые ты не собираешься держать как минимум 10 лет.

Я протестировал эти четыре класса активов. И как вы можете видеть, с 1930 по 2013 годы некоторые из них показали существенно большую доходность, чем другие.

Десятилетние среднегодовые доходы с 1930 по 2009

Ниже представлены среднегодовые доходы в процентах для вышеуказанных четырех классов активов.

Таблица 6.1.

Среднегодовые доходы в процентах для четырех активов, включая реинвестирование дивидендов.

Источник: Dimensional Fund Advisors

Asset Class:	30-39	40-49	50-59	60-69	70-79	80-89	90-99	00-09	1930-2013
S&P 500 Index	-1	9.2	19.4	7.8	5.9	17.5	18.2	-9	9.7
Large-Cap Value	-5.7	12.7	18.4	9.4	12.9	20.6	16.8	4.1	11.2
Small-Cap	2.3	14.9	19.2	13.0	9.2	16.8	15.5	9.0	12.7
Small-Cap Value	-2.6	19.8	19.6	14.4	14.4	20.1	16.2	12.8	14.4

Когда я изучаю эту таблицу доходностей инвестиций, я стараюсь отыскать для себя важные уроки, которые можно из нее извлечь. И в результате этого изучения оказалось, что я совершенно не удивлен тем, как работает рынок.

Вот восемь выводов, которые я сделал из этой таблицы:

— Очевидно, что когда мы смотрим на десятилетние периоды, то мы видим — в большинстве случаев рынок растет. У нас в таблице 32 цифры по среднегодовой доходности (кроме последнего итогового столбца — прим. переводчика). 28 из результатов положительные

и только 4 отрицательные (а три из этих четырех пришлись на 30-е годы прошлого века — Великая депрессия).

— На рынке было несколько успешных десятилетий подряд. Большинство инвесторов помнят, что 1990-е годы давали очень высокую прибыль от акций, но таблица показывает еще более высокие результаты были в 1980-е годы.

— Классы активов, которые были лидерами в один период, иногда меняются местами с отстающими активами в другой период. Поэтому трудно выбрать какой-то один класс активов и ожидать, что он всегда будет лидером. В 1960-е годы акции малых компаний и стоимостные акции малых компаний очевидно лидировали. И то же самое было в 2000–2009 годах. Тем не менее, в 1970-е годы лидировали стоимостные акции больших компаний и стоимостные акции малых компаний. В 1950-е, 1980-е и 1990-е все классы активов показывали двузначную среднегодовую доходность. И почти так же было в 1940-е.

— Наиболее устойчиво высокую доходность показали стоимостные акции малых фирм (фирм с небольшой капитализацией). Кроме одной десятилетки 1930-х годов, эти акции показывали рост, который всегда был более 12,5 % годовых.

— Только в одно десятилетие — 1930-е — эта группа не показала дохода. Но если вы учтете инфляцию, то и в это десятилетие группа стоимостных акций небольших фирм показала положительный результат 1,4 % годовых (в это десятилетие цены снижались, происходила дефляция — прим. переводчика).

— Первые 10 лет нашего века часто оценивают как потерянное время для инвесторов в акции, в основном за счет акций роста больших компаний и также двух периодов медвежьего рынка. Однако и в это десятилетие портфель, который разделен поровну между вышеуказанными четырьмя классами активов, заработал прибыль в размере 6,7 % годовых.

— В течение прошлых 80 лет победить рынок было совсем не трудно, если вы называете рынком индекс S&P 500.

— Выражение «инвесторы получают премию за риск, который они на себя берут» прекрасно работает. Стоимостные акции круп-

ных компаний более рискованны, чем S&P 500, и они зарабатывают больше. Растущие акции фирм малой капитализации более рискованны, чем стоимостные акции крупных компаний, и на них инвесторы зарабатывают больше. Стоимостные акции малых компаний наиболее рискованны среди всех данных классов активов, и на них инвесторы зарабатывают больше всего.

Из выводов, которые я сделал, невозможно определить класс активов, который будет лучшим в следующую неделю, следующий месяц, следующий год и даже в следующее десятилетие. Но магия состоит в том, чтобы комбинировать эти четыре класса активов в едином портфеле. За 84 года, с 1930 по 2013, такая комбинация давала инвестору среднюю годовую прибыль на уровне от 9,7 % до 12 %.

Если вы считаете, что такая доходность — это не то, чем стоит особенно гордиться, то вот что показывают вычисления: 1000 долларов, инвестированная в 1930 году (которая в сегодняшних долларах с учетом инфляции эквивалентна 14 084), выросла до \$2,4 миллионов долларов, если рост составлял 9,7 % годовых, или выросла до 16,3 миллионов долларов, если рост был 12 % годовых».

Обдумайте выводы Пола Мэрримэна, они того стоят.

Шаг 62. МОЕ ЧАСТНОЕ МНЕНИЕ

Вчера (16.01.2019) умер Джон Богл («Джек», как его многие называли). Он был очень мужественным человеком. В 1996 перенес операцию по пересадке сердца, но и после этого продолжал активно работать. Он пошел — сначала почти в одиночку — против всех правил инвестиционной индустрии и победил. Он оказал огромное воздействие на то, как люди инвестируют в современном мире, за что ему вряд ли благодарны инвестиционные менеджеры. Зато ему благодарны инвесторы, которые перевели свои сбережения из активно управляемых фондов в пассивные индексные фонды.

Так случилось, что именно сегодня я собрался написать этот параграф, где честно сказать о том, что мне нравится и не нравится в пассивном индексном инвестировании. Но известие о смерти Джона Богла поначалу остановило меня. Однако потом я подумал, что Джек сам был ярким полемистом, его ничто не привлекало больше, чем поиски истины. И не вступать в дискуссию — это не лучшая дань его памяти. Поэтому продолжу.

Только будьте, пожалуйста, **особо критичны к моим высказываниям на этом шаге**. То, что я здесь говорю, является лишь моим частным мнением. Очень многие специалисты его не разделяют, они придерживаются совсем других взглядов.

Сначала одно замечание. Надо ясно представлять себе, что инвестиции в индексные фонды вовсе не означают отсутствие постоянных продаж и покупок. Инвестиции в индексные фонды также не означают отсутствие отбора акций (или облигаций). Это сам инвестор, возможно, купил и просто держит акции ETF, копирующие индекс. Но Комитет индекса постоянно прове-

ряет соответствие состава индекса критериям отбора и на этом основании исключает одни акции (если мы говорим об индексе акций) и включает другие в состав индекса. За изменениями структуры индекса следят управляющие конкретным ETF или индексного взаимного фонда, которые сразу продают акции компаний, вышедших из состава индекса, и покупают акции компаний, которые вошли в индекс. Поэтому разница между долгосрочным инвестированием на основе индивидуального отбора и инвестированием в индексные фонды состоит не в том, что в одном случае нет действий по купле-продаже, а в другом — есть. Разница состоит в том, что в одном случае эти — не частые — операции купли-продажи совершает сам инвестор, а в другом — тоже не частые операции купли-продажи — совершают другие люди (управляющие ETF, следующие за Комитетом индекса).

И еще одно: сторонники индексного инвестирования не покупают «весь рынок», о котором они часто говорят в качестве теоретического обоснования своей позиции. Они покупают индекс — отобранную по определенным правилам относительно небольшую группу акций.

Теперь перейдем к сути.

Начну, пожалуй, с мнения, которое недавно сформулировал горячий сторонник инвестирования исключительно в индексные фонды — Сергей Спирин — на своей страничке в Фейсбуке (кстати, рекомендую его сайт Asset Allocation всем, кто хочет глубже вникнуть в методы и логику индексного инвестирования, там представлена отличная подборка литературы).

Сергей так объяснил, почему, по его мнению, вопреки, казалось бы, разумным ожиданиям, обыграть рынок ни у кого не получится:

«В играх со случайным исходом — таких как рулетка, орлянка или кости — у умных ничуть не больше шансов, чем у дураков. И никакие ваши качества не дают вам преимуществ перед теми, у кого их нет».

Далее Сергей — опять справедливо — замечает: «Главный вопрос здесь: насколько управление капиталом и спекуляции на фондовом рынке действительно являются игрой со случайным исходом?»

Это верно: в играх со случайным исходом разум не помощник, в «орлянку» умный играет не лучше дурака (точнее, умный не играет в такие игры). И действительно, надо просто разобраться, долгосрочное инвестирование на основе индивидуального отбора акций — это «орлянка»?

Сергей полагает, что игра на бирже — это на 90 % «орлянка».

Тут я опять склонен согласиться. Игра на бирже, спекуляция — да, почти «орлянка». А долгосрочное инвестирование? Весь вопрос состоит в том, эквивалентны ли долгосрочные инвестиции в акции отобранных на базе фундаментального анализа компаний игре в «орлянку»?

Этот вопрос стоит того, чтобы его серьезно обдумать. Имеет смысл также прочесть те статьи, на которые Сергей ссылается в обоснование своей точки зрения. Вот ссылки:

<http://assetallocation.ru/luck-goes-into-investing>

<http://assetallocation.ru/luck-and-skill-in-investing>

<http://assetallocation.ru/active-investing-rest-in-peace/>

Люди, их написавшие, — серьезные исследователи. Уверен, что все цифры и графики верны. Отмечу только, что эти исследования немного не о том. Базой всех этих статистических исследований служит (опять!) сравнение инвестиций в индексные фонды с инвестициями в активно управляемые фонды. Как мы уже отмечали, у управляющих активных фондов очень непростые, специфические условия работы. Коротко говоря, у них связаны руки (см. Шаг 59). Мы же изучаем инвестиции частного инвестора на долговременной основе (то есть, наши с вами инвестиции). У частного инвестора этих ограничений нет.

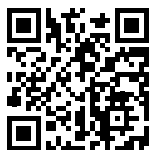
Еще одно замечание: везде в указанных статьях рассматриваются очень короткие временные интервалы, до трех лет. «Что произойдет на следующий год с успешным в прошлом году фондом?» Именно такого типа вопросы ставятся. В такой постановке ответ на вопрос почти очевиден. Неужели авторы этих исследований надеялись, что найдут управляющих, которые год за годом показывают рекордные результаты? И разве постоянные ежегодные рекорды являются целью инвестора? Ему ведь

нужно получить хорошие результаты по итогам длительного периода, но перед ним совсем не стоит цель становиться рекордсменом каждый год.

Мы обсуждали в Главе 4, как вы помните, совсем другие, длительные стратегии, которые «работают» на интервалах до 10 и более лет. А на интервалах в 1–2 года просто еще не успевают проявиться те закономерности, которые связаны с фундаментальным преимуществом фирмы. На Шаге 37 мы уже отмечали, что реальные цифры показывают: за 1–2 года преимущество отобранных на основании фундаментального анализа компаний по сравнению с индексом малозаметно. Но уже на 4–5-летних интервалах мы на реальных данных видели, что преимущество над индексом становится явным. (Интересно отметить, что Баффет, набирая своих первых инвесторов ставил условие: вы будете судить о моих результатах не раньше, чем после трех лет инвестиционной деятельности.)

Второй вопрос к приведенным исследованиям: почему исследователи заикливаются именно на сравнении активных и индексных фондов? Я еще не видел ни одного исследования рынка, где вопрос бы ставился так: рассмотрим результаты отбора акций частным инвестором (не управляющими активным фондом, а именно свободным в своих действиях частным инвестором), отбирающим компании по принципам фундаментального анализа, на длинном интервале — 5, 7 или 10 лет с момента их выбора, — и сравним их с рыночным индексом. К моему сожалению, я ни одной подобной работы не встречал.

Однако мы с вами сами провели — пока небольшое — изучение такого выбора на нескольких трех-, четырех- и пятилетних интервалах (см. Шаг 37). Выявилось существенное преимущество в отборе акций по фундаментальным показателям, в сравнении с рыночным индексом S&P 500, который показал существенно более низкие результаты, чем наш выбор. То же самое мы зафиксировали (см. Шаг 38) по отношению к выбранным в книжке Дорси компаниям с долгосрочным конкурентным преимуществом на 10-летнем интервале. О том же самом говорят и многочисленные Back-Testings акций компаний, отбран-



ных на модели Vektor Vest (см. мой пост в Livejournal: <https://gregbar.livejournal.com/798602.html>, — и следующие три поста).

Всякий раз, когда мы начинаем сравнивать результаты отбора акций на основании анализа экономических показателей деятельности компаний со средним результатом по рынку, мы замечаем, что на длинных интервалах отбор на базе экономического анализа дает инвестору существенное преимущество в доходности.

Ну и еще одно замечание, которое относится просто к логике. Согласитесь, несколько странно заниматься таким экономическим делом, как инвестирование, напрочь игнорируя при этом самую экономику компаний, а обсуждая исключительно лишь математические закономерности и статистические свойства рынка ценных бумаг. А ведь именно этим занимаются последователи индексного подхода к инвестированию.

Мне иногда кажется, что сторонники исключительно пассивного индексного инвестирования просто не хотят лезть в экономику фирмы. Им, возможно, кажется, что это или очень сложно, или все равно не даст хорошего результата. Если это так, то я бы хотел их обнадежить: это совсем не сложно и дает результат. А в начале пути можно выполнять лишь несколько простых чисто формализованных действий. И результат, тем не менее, будет довольно успешным. Мы это многократно проверяли. Но при этом очень важно выбирать не единственную компанию, а формировать целый набор акций 10-20-30 компаний (но не более 30!), чтобы свести к минимуму влияние ошибок (которые будут) или неожиданные повороты в судьбе фирмы (которые тоже будут).

Такой подход сам по себе очень мало отличается от конструирования индекса: четкие правила отбора компаний и формирование группы акций тех компаний, которые прошли этот отбор. Только правила отбора стоит формировать именно с инвестиционной точки зрения, а не с точки зрения отображения поведения рынка, как это делают при конструировании индекса.

Задайте себе такие вопросы:

— Зависят ли успехи компании от того, много у нее конкурентов, или она практически одна в своей нише?

— Можно ли рассчитывать, что компания, которая почти монопольно устанавливает цены на свою продукцию, будет в будущем развиваться успешнее рядовой компании, которая бьется с множеством конкурентов в основном ценой?

— Можно ли по цифрам бухгалтерской отчетности за ряд последних лет понять, к какому из этих двух типов относится та или иная компания?

Если ответы на все три вопроса положительные, вам имеет смысл идти по пути активного формирования своего собственного списка акций. Если хотя бы на один вопрос вы ответили «нет» — двигайтесь по пути инвестирования в индексные фонды. Впрочем, стоит отметить, что нет смысла противопоставлять эти подходы, лучше их сочетать. Об этом ниже.

Если меня спросят, как я, все же, отношусь к инвестированию в индексные фонды, я скажу: «Очень хорошо отношусь». **Индексное инвестирование позволяет реально получать достойный доход на рынке ценных бумаг.** Это многократно доказано статистическими методами на разных временных горизонтах и на большой совокупности данных.

В арсенале индексного инвестирования имеются очень разумные приемы. Вот некоторые из них:

— **Долгосрочность инвестирования.** «Купи и держи долго» — эту стратегию проповедует не только Уоррен Баффет, но и Джон Богл. В этом отношении и сторонники долгосрочного отбора компаний на основании анализа их экономических показателей, и сторонники индексного инвестирования солидарны. Это реальный путь к успеху.

— **Диверсификация.** В портфеле Баффета более ста компаний. В индексе S&P 500 пять сотен компаний. Большое число фирм в обоих случаях страхует инвестора от проблем в какой-то одной или другой фирме. А проблемы время от времени будут, конечно, возникать в той или иной компании. Опять нет рас-

хождений в подходах индексного инвестирования и долгосрочного инвестирования на основании фундаментального анализа.

— Рассмотрим самый популярный индекс S&P 500. Он содержит в своем составе только **крупные компании**. Это хорошо. Значит, в него отобраны те компании, которые когда-то, начав с нуля, сумели серьезно вырасти. Значит, у них есть или хотя бы было раньше конкурентное преимущество. Значит, у них есть или хотя бы была раньше отличная команда менеджеров, которая смогла привести компанию к победам. Это, пусть непрямо, но по общему смыслу совпадает с подходом долгосрочного инвестирования, связанным с выявлением долгосрочного конкурентного преимущества компании.

— Сам способ формирования индекса постоянно **«очищает»** его состав от тех компаний, которые стали «хромать». Например, критерии отбора для S&P 500 заставляют Комитет индекса исключать из его состава компании, у которых в течение последних четырех кварталов хотя бы раз были убытки (см. Шаг 25, где сформулированы критерии отбора компаний в индекс S&P 500). Это уже похоже на реальный экономический анализ компаний (хотя и очень простенький). Это — в принципе — то же, что делает (правда, существенно глубже) сторонник отбора акций на базе фундаментального анализа.

Все это приводит к мысли, что индекс представлен в целом неплохими фирмами, и поэтому результаты инвестирования в индекс оказываются вполне приемлемыми.

Но надо иметь в виду, что индекс — это отнюдь не «рынок». Например, S&P 500 — это только 5 % от общего числа торгуемых в США акций американских компаний. Почему-то об этом часто забывают апологеты индексного инвестирования. Индекс — это тщательно отобранный по довольно разумным с инвестиционной точки зрения критериям список акций, который в результате такого отбора дает достойный доход инвестору на длинных временных интервалах не только потому, что и весь рынок в целом на больших интервалах растет, но еще и потому, что компании отобраны в индекс инвестиционно привлекательные.

Но это обстоятельство совершенно не является основанием для отказа от попыток сформулировать более качественные с инвестиционной точки зрения критерии отбора компаний (и их акций), которые обещают дать еще более высокие доходы инвестору на длинных временных интервалах. Наоборот, я думаю, что сходство подходов индексного и долгосрочного инвестирования на базе фундаментального анализа должно только поощрять инвесторов к поиску таких дополнительных критериев.

Мне совершенно не понятна логика, почему группа отобранных по неким критериям акций, названная индексом, является непобиваемой по доходности. И причем здесь разговоры о рынке в целом?

Почему общепризнанный факт, что даже те известные индексы, долговременная доходность которых хорошо изучена, и которые дают очевидно разные результаты по доходности на длинных временных интервалах, почему этот факт не останавливает людей, продолжающих толковать, что «рынок нельзя побить», хотя они ясно видят, что одни правила отбора дают лучшие значения доходности, чем другие.

И почему можно, скажем, исключать из S&P 500 акцию, если компания-эмитент допустила убыток в одном из последних кварталов, но нельзя пользоваться также и другими разумными с инвестиционной точки зрения критериями отбора компаний, что и делают долгосрочные инвесторы, отбирающие акции хороших компаний?

Причем, если кому-то захочется назвать отобранный по критериям инвестиционной привлекательности список акций индексом, то почему бы и нет? Давайте сконструируем, наконец, «индекс инвестиционно привлекательных компаний». Даже несколько индексов такого типа можно создать. И один такой набор критериев и правила отбора компаний сформулирован на Шагах 34 и 35 в виде алгоритма экспресс-анализа компаний.

А если какой-то инвестор, глубоко разбирающийся в экономике компаний, произведет еще дополнительный уже неформальный отбор из такого «индекса», основываясь на своих глубоких

знаниях, то, вероятно, он получит еще более высокий результат. Один из таких инвесторов — Уоррен Баффет — известен сегодня всему миру.

То есть, если сформулировать кратко, то моя позиция сводится к следующему:

1. Нет непроходимой пропасти между инвестированием в индексные фонды и инвестированием в индивидуально отобранные на долгий срок акции на основе фундаментального анализа компаний-эмитентов. Оба подхода основаны на отборе относительно небольшой группы акций (набора ценных бумаг — НЦБ) по более или менее разумным правилам и последующим владением этим пакетом акций долго.
2. Разговоры о покупке «всего рынка», об эффективности рынка, о бессмысленности попыток выбора акций и об обезьяне с дробиками являются ложными. Они не имеют отношения не только к инвестированию на основании индивидуального отбора компаний, они не имеют отношения и к инвестированию в индексные фонды тоже. Никакой реальный фонд, ни активный, ни пассивный, не покупает «весь рынок», все индексные фонды покупают отобранные тем или иным способом наборы ценных бумаг (НЦБ).
3. Активно управляемые фонды часто проигрывают инвестированию в индексы. Это просто факт. Но происходит это не по причине «эффективности рынка», а по причине особенностей работы этих фондов, не позволяющих управляющим отбирать действительно хорошие компании, а также по причине высоких комиссионных за управление.
4. Борьба подхода инвестирования в индексные фонды с инвестированием в активно управляемые фонды сегодня почти проиграна последним по объективным причинам. Поэтому современный инвестиционный пейзаж представляет собой довольно печальное зрелище.

С одной стороны мы видим постоянно сдающие позиции фонды активного управления, которые показывают просто слабые результаты, а с другой стороны — захватывающие все новые позиции индексные фонды, которые не занимаются изучением компаний, в которые инвестируют, и не интересуются ценами их акций при покупке. Для грамотного частного инвестора, который не скован парадоксальными особенностями работы управляющих активными фондами, который также не собирается платить им высокие комиссионные, и при этом совершенно не загипнотизирован разговорами об «эффективности рынков» и обезьянах, кидающих дротики, для этого инвестора открываются сегодня прекрасные перспективы. В условиях, когда профессионалы разделились на две команды, одна из которых не может себе позволить, а другая принципиально не хочет выбирать акции по-настоящему привлекательных компаний, самое время заняться этим делом дилетанту.

Шаг 63. КАК ПОБЕДА ИНДЕКСНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ ИЗМЕНЯЕТ РЫНОК?

Одно из преимуществ, которое у нас возникает при индивидуальном отборе акций для покупки их на длительную перспективу, состоит в том, что мы можем сколь угодно долго ждать и не покупать акции хорошей компании, если их цена не является разумной. Время от времени случается так, что цена акций существенно снижается. Так, например, недавно существенно снизилась цена акций Facebook. Всего за пять месяцев с 20 июля 2018 по 21 декабря 2018 цена акций FB упала с 209,94 до 124,95 долларов.

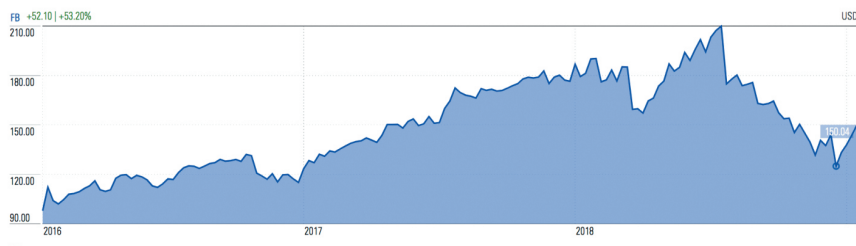


График 6.1 Цена акций FB

Снижение составило более 40 %, и в декабре эти акции торговались по вполне разумной (если не заниженной) цене. Поэтому в декабре 2018 года инвестор, который считал эту компанию хорошей, но ранее не покупал ее акции по причине высокой цены, смог, наконец, их купить. Например, я именно так и поступил. Конечно, отдельным вопросом является изучение причин, по которым цена так существенно снизилась. Такое существенное снижение цены акций хорошей компании

никогда не бывает беспричинным. И требуется определенное хладнокровие, чтобы спокойно и взвешенно оценить долгосрочные перспективы фирмы в момент всеобщей паники.

А вот у инвестора в индексные фонды возможности выбора удачного момента для покупки нет. Он ведь покупает индекс, то есть разом весь пакет из нескольких сотен акций. И когда цена одних акций вполне разумна, другие могут торговаться по чрезмерно высокой цене. Но инвестор в индекс не может отказаться от покупки тех акций, у которых завышена цена. Он покупает индексный фонд, то есть, весь набор акций, входящих в индекс оптом. Ждать удачного времени не имеет смысла. В другое время может случиться наоборот: на какую-то акцию из пакета цена снизилась, зато на другую повысилась. Поэтому идеологи пассивного инвестирования на вопрос «Когда покупать?» отвечают: «В любой момент». Они не могут ответить по-другому, поскольку сложно угадать момент, когда все цены снизятся (такое тоже бывает, но нечасто, во времена кризисов и рецессий). Обоснование для покупки индекса в любое время сторонники пассивного инвестирования находят опять же в гипотезе правильных цен: цена, в общем и целом, отражает — по их мнению — всю информацию о фирме, поэтому нет смысла выгадывать при покупке, так они полагают.

Допустим на минуту, что дело именно так и обстоит (хотя мы видели, что это далеко не так), допустим, что цены акций эффективны или хотя бы постоянно движутся к эффективным (а вот это гораздо больше похоже на правду). Но кто делает цены акций эффективными? Уж точно это не инвесторы в индексные фонды, которые покупают и продают индексы, то есть наборы акций, пакетами, не глядя на разумность цены акций каждой отдельной компании из индекса. Итак, не инвесторы в индексные фонды являются тем мотором, который движет цены акций каждой конкретной компании к их «правильным» значениям. Рынок приводят к эффективным ценам как раз те, кто обращает внимание на цену, кто покупает, когда цена низкая, и продает, когда цена завышена. То есть, эффективность рынку придают как раз спекулянты и долгосрочные инвесторы, производя-

щие индивидуальный отбор акций. Получается, что инвесторы в индексные фонды надеются, что инвесторы в индивидуальные акции сделают для них и за них работу по установлению правильных цен. А индексные инвесторы воспользуются этим и купят наборы акций без внимания к их цене, полагая, что там уже все нормально, что инвесторы, покупающие отдельные акции, в основном установили правильные цены.

Отсюда два вывода для инвесторов в индексные фонды, верящих в то, что цены всегда правильны. Во-первых, им следует стремиться к тому, чтобы инвесторов в отдельные акции было достаточно много, чтобы они своими действиями приводили цены «в норму», ведь только тогда индексные инвесторы смогут покупать пакеты акций по разумным ценам. Во-вторых, пассивным инвесторам надо зорко следить, чтобы их самих не стало слишком много, а то они, покупая акции без оглядки на цены, приведут рынок к полному расстройству его функций — цены не будут стремиться к правильным значениям. Короче, индексные инвесторы должны оберегать активных инвесторов, как пасечник оберегает пчел, которые дают ему мед. Индексные инвесторы совсем не должны радоваться, что они побеждают в соревновании с активными инвесторами. Они должны, наоборот, с тревогой воспринимать это. И некоторые уже реально бьют тревогу.

Здесь стоит немного остановиться и обратить внимание на то, что свободный рынок является главной гордостью капитализма. При капитализме, возможно, не очень здорово обстоят дела с равенством. Но капитализм — это свободный рынок, где каждый выгадывает преимущество для себя, а в результате цены постепенно приводятся к такому балансу, что они становятся справедливыми и уравнивают спрос и предложение. Такой рынок постоянно и незаметно регулирует объемы производства различных товаров в соответствии с потребностью общества в них. И механизм этой регулировки — цены. Это известно еще со времен Адама Смита и Давида Рикардо. И именно этим свойством гордится капитализм. Именно эти рыночные механизмы обеспечивают его адаптивность и выживаемость. Многие эко-

номисты считают, что мир социализма развалился именно потому, что директивно назначаемые цены были неправильными, не стимулировали производство того, что очень нужно, и не тормозили выпуск того, что никому не надо.

И вдруг в самом, можно сказать, логове капитализма, на фондовом рынке, появилась все увеличивающаяся группа инвесторов, которые покупают и продают не так, как это всегда было при капитализме, они не обращают внимания на цены при покупке, а значит не приводят цены к их правильному значению. Приведу обширную цитату из интервью Асвата Дамодарана «Активные инвестиции: смерть или возрождение?» (ссылка на саму статью — на Шаге 62):

«До тех пор, пока активные инвесторы собирают и обрабатывают информацию в попытках отыскать ошибки рынка, они играют определенную роль в поддержании информативности цен. Эта точка зрения была выражена, возможно, не слишком искусно статьей Бернштейна о том, что «пассивные инвестиции хуже, чем Марксизм, и приведут нас к рабству». Мне бы хотелось, чтобы они в полном объеме осмыслили работу Гроссмана и Стиглица (Grossman and Stiglitz), которую они цитируют, поскольку статья доводит этот процесс до своего логического завершения. Ее результатом становится вывод о том, что, если все будут считать рынки эффективными и инвестировать соответственно (в индексные фонды), то рынки перестанут быть эффективными, потому что никто не будет изучать информацию. Звучит угнетающе? Но при этом Гроссман и Стиглиц используют ключевое слово — «невозможно» — в заголовке, поскольку, как они отмечают, процесс является самокорректирующимся. Если доля пассивных инвестиций вырастает до момента, когда цены перестают быть информационно эффективными, то начинает расти отдача от активных инвестиций, все больше притягивая их. Вместо смертельного движения к усыхающему рынку, свободному от информации и монополизированному пассивными инвестициями, мне видится рынок с периодическими приливами и отливами активных инвестиций».

То есть, мнение Дамодарана, Гроссмана и Стиглица состоит в том, что когда пассивных инвесторов будет настолько много, что они своими действиями (покупкой акций без оглядки

на их цены) испортят правильные цены, то это будет благодатное время для активных инвесторов, которые вступят в игру в надежде использовать эти неправильные цены к своей выгоде. Они подправят цены, хорошо на этом заработают, но в этот момент пассивные индексные инвесторы смогут уже благополучно покупать индексы по разумным ценам. И опять начнет увеличиваться число пассивных индексных инвесторов. Такие приливы и отливы активных инвестиций, по мнению Дамодарана, и будут являться будущим фондового рынка. Если это так, то важным является вопрос: «Уже наступило время активных инвесторов, в частности — долгосрочных инвесторов, отбирающих акции индивидуально? Почти половина рынка сегодня — в пассивных индексных инвестициях. Это уже достаточно испорченные цены, или еще нет?»

Я не знаю ответа. Например, Бертон Мэлкил отмечает, что включение новой компании в состав индекса S&P 500 увеличивает цену ее акций примерно на 5 %. Это происходит только потому, что фирму включили в индекс.

Понятен механизм, который приводит к этому. Если фирму включили в состав S&P 500, то все индексные фонды, которые копируют этот индекс, должны купить акции данной компании. Потому что им надо копировать индекс, а эта компания теперь вошла в состав индекса. Массовый спрос на акции фирмы приводит к росту ее цены. Если же компанию исключают из списка индекса, то все происходит наоборот. Все индексные фонды должны продать акции этой компании, поскольку ее уже больше нет в составе индекса. Массовые продажи приводят к снижению ее цены. Таким образом и получается, что сам факт присутствия акций какой-то компании в индексе S&P 500 повышает их цены на 5 %. Таким способом индексные инвесторы «портят цены», но пока только на 5 %.

5 % — это существенный, но еще не критичный рост цены. Однако если и дальше увлеченность инвесторов пассивным инвестированием будет расти (а похоже, что так и будет), если все новые деньги будут вкладываться в индексные фонды, копирующие S&P 500, то эта цифра — премия за пребывание в S&P 500 — будет все время повышаться. Со временем может про-

изойти то, что называется «ценовым пузырем». А пузыри имеют тенденцию лопаться. Пока до этого еще далеко. Надо просто следить за развитием ситуации.

Другое важное изменение, которое возникло под воздействием массового увлечения пассивным индексным инвестированием — это нарастающая финансовая сила и развитие монополизма «Большой Тройки» в экономике США. Вот что говорят Jan Fichtner, Eelke M. Heemskerk и Javier Garcia-Bernardo в статье «Скрытая сила «Большой Тройки»? Пассивные индексные фонды, ре-концентрация корпоративной собственности и новый финансовый риск»:

«В 88 процентах компаний S&P 500» ... «Большая Тройка» вместе составляет крупнейшего акционера».

Поясню. Процесс такой: инвесторы активно покупают индекс S&P 500. В большинстве случаев они это делают через индексные фонды трех самых больших управляющих компаний Америки — BlackRock, Vanguard и State Street. В результате эти три компании оказались самыми крупными акционерами в подавляющем числе (в 440) компаний из 500, входящих в S&P 500. Понятно, что эти 440 компаний ввели представителей таких крупных акционеров в свои Советы Директоров. Получается, что эти представители и сами три крупнейшие управляющие индексными фондами компании могут влиять на принятие решений почти во всех крупных фирмах США. Это очень похоже на монополию — точнее, на картель. Такая концентрация экономической власти в одних руках не только очень опасна, но и запрещена антикартельным законодательством. Тем более что у всех трех управляющих имеются сходные интересы: они заинтересованы в процветании компаний из S&P 500. А ослабление ценовой конкуренции в результате картельного сговора как раз способствует процветанию бизнеса, но завышает цены для потребителя. Именно поэтому картели и запрещены.

Вот эти две особенности увлечения пассивным индексным инвестированием вызывают вопросы и внимание исследователей сегодня.

А нам-то что с этого?

Мы — практические инвесторы, нас интересует только получение дохода. Зачем нам эти теоретические размышления?

Эти особенности, мне кажется, надо использовать к своей выгоде. Но об этом — на следующем шаге.

Шаг 64. КАКИЕ ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ ВОЗНИКАЮТ У ИНВЕСТОРА?

Итак, какие же практические дополнительные возможности для инвестора возникают по той причине, что инвестирование в индексы постепенно становится доминирующим видом инвестиций на нашей планете?

Я думаю, что это тот случай, когда не стоит плыть против течения. Почему бы не включиться в игру, в которую играют все? Если мне скажут, что раздувается пузырь, который может лопнуть, то я отвечу: «Если это и произойдет, то очень не скоро». Еще много раз можно успеть спрыгнуть. Для этого надо просто внимательно наблюдать за ситуацией и не расслабляться. А пока ситуацию можно пытаться использовать к своей выгоде.

Почему бы не купить, например, ETF **VOO** компании Vanguard, который копирует индекс S&P 500 и имеет очень скромные комиссионные 0,04 %?

S&P 500 — самый популярный индекс. Вложения в него будут продолжать расти в связи с популярностью идей пассивного индексного инвестирования. Значит, различные фонды, копирующие этот индекс, вынуждены будут на все дополнительно поступающие инвестиции постоянно докупать акции из списка S&P 500. А это означает, что кроме естественного роста цены акций этих компаний, к ним будет добавляться и дополнительный рост цен, связанный с постоянным и растущим спросом индексных инвесторов на акции компаний из списка S&P 500.

Еще интереснее выбирать **на основе фундаментального анализа наиболее перспективные для долговременного роста компании** из состава S&P 500. При этом мы убиваем двух зайцев. К тому росту, который связан с экономикой и конкурентным преимуществом выбранной фирмы, добавляется еще дополнительный рост, связанный с постоянными вливаниями капитала индексных инвесторов во все компании из S&P 500. Проблема здесь только в том, что у акций очень хороших компаний из S&P 500 часто уже очень высокая цена. Но бывают моменты и периоды, когда цена по разным причинам существенно снижается. Надо просто уметь долго ждать. Иногда возникают отличные возможности.

Предыдущие идеи связаны с тем, что те 5 % дополнительного роста цены, о которых мы говорили ранее, скорее всего, скоро превратятся в 6 %, потом в 7 % и так далее. И есть надежда, что мы «поймаем» эти дополнительные проценты. Но сами 5 % в этих случаях уже не получить. Они уже заложены в сегодняшних ценах. Однако если делать собственный отбор из тех компаний, которые пока не входят в состав S&P 500, но имеют хороший шанс войти в этот индекс, то у нас появится возможность получить еще и премию за включение компании в индекс, если такое произойдет. Для этого разумно посмотреть на компании, у которых рыночная капитализация находится в диапазоне, скажем, 3,5–5,5 миллиардов долларов и которые еще не входят в S&P 500, но имеют хорошие перспективы стабильного роста. В S&P 500 включены лишь компании, рыночная капитализация которых составляет 4,6 миллиарда долларов и более. Поэтому, если нам удалось найти хорошую, динамично растущую компанию, которая по капитализации находится на пороге входа в S&P 500 или чуть его превысила, но еще не включена в индекс, то у нас возникают неплохие шансы, что, кроме естественного роста, мы можем получить еще 5 % премии, которые возникнут, если компанию все же включат в S&P 500. А если мы провели верный анализ и компания действительно будет динамично развиваться, то такие шансы есть.

С другой стороны, мне кажется, что сегодня надо с большей осторожностью отнестись к компаниям с малой капитализа-

цией и, особенно, недооцененным компаниям с малой капитализацией. Хотя существуют индексы и для этих двух категорий, но пассивные инвестиции в эти категории идут существенно меньшими темпами, чем в S&P 500. Для сравнения: капитализация фонда **VOO** управляющей компании Vanguard, повторяющего S&P 500, составляет 400 миллиардов долларов, а капитализация фонда малых недооцененных компаний (Small Cap Value) **VBR** той же управляющей компании составляет только 26 миллиардов долларов. Поскольку поток инвестиций в последнем случае существенно меньше, то и та «добавка», которую прибавляет к естественному росту цены фирмы поток пассивного инвестирования, здесь будет также существенно меньше. И хотя мы знаем, что категория Small Cap Value дает обычно более высокую доходность (по причине более высокого риска), но в современной ситуации, осложненной спецификой потоков пассивных инвестиций, может оказаться, что это больше не работает.

Все эти рассуждения показывают, что современный инвестиционный пейзаж начинает понемногу меняться под воздействием большого объема пассивных индексных инвестиций. Сегодня рынок немного не такой, каким был вчера, — в частности, по причине высокой популярности идей пассивного индексного инвестирования. Судя по всему, в дальнейшем еще долгое время те изменения рынка, о которых мы говорим, будут усиливаться. Для инвестора важно это понимать и отслеживать происходящие процессы. Когда мы увидим, что пассивные индексные инвестиции составляют 75 % от всего объема рынка, стоит насторожиться. В этом случае цены акций будут уже далеки от их разумных значений. А что будет, если пассивные инвестиции составят 90 % рынка? Пока задумываться над этим еще очень рано. Но иметь в виду и отслеживать ситуацию стоит.

Шаг 65. **ИНВЕСТИРОВАНИЕ: АЛГОРИТМ ДЕЙСТВИЙ**

Боюсь, что последними тремя главами я немного запутал читателя. Сначала мы подробно разобрали, как и почему стоит отбирать инвестиционно привлекательные компании (Глава 4). Потом обсудили, как строить инвестиционный портфель (Глава 5). А в Главе 6 я вдруг начал сравнивать два подхода — пассивное инвестирование в индексные фонды и долгосрочный выбор конкретных акций на основе фундаментального анализа, где одно противопоставляется другому, и этим я, возможно, «сбил ориентиры» у читателя.

Вы вправе меня спросить: «Так что же делать конкретно?» Поэтому на данном шаге я попытаюсь изложить по пунктам примерную последовательность действий частного инвестора.

1. Начинать надо с определения своих инвестиционных целей (Шаг 14). Также надо определить свой горизонт инвестирования (Шаг 13) и свое отношение к риску (Шаг 16).
2. Далее надо построить свой инвестиционный план (Шаг 14) и определить границу устойчивости своего инвестиционного плана, то есть, определить, при каком минимальном значении среднегодового роста инвестиций ваш план все еще можно выполнить.
3. Далее надо составить ваш инвестиционный портфель. Сначала формируем верхний уровень портфеля — до классов инвестиционных инструментов (Шаг 52). Здесь надо разобраться, будете ли вы включать в портфель облигации и золото. Для этого надо подумать о корреля-

ции этих активов с акциями, об их доходности и об их волатильности (Глава 5). Такие классы активов, как **акции** и **наличные**, вы обязательно включаете в портфель, тут думать не надо.

4. Затем необходимо определить пропорции между классами активов в вашем портфеле: какой процент портфеля будут составлять **акции, облигации, золото и наличные**. Основной вопрос на этом шаге — определении доли акций в вашем портфеле. От его решения будут зависеть два главных параметра: среднегодовая доходность и волатильность («колеблемость») вашего портфеля. Сбалансированным считается портфель с долей акций примерно 60 % от общего объема портфеля (Шаг 52). Совет: если вы пенсионер или близки к пенсионному возрасту, если инвестирование — это единственный источник вашего дохода, если по другим причинам вы не можете пополнять свой инвестиционный фонд, а наоборот, должны потреблять средства из него на регулярной основе, то увеличьте долю облигаций и уменьшите долю акций в вашем портфеле. И наоборот, если вы молоды, имеете возможность пополнять ваш инвестиционный фонд на регулярной основе и легко переносите риск, то вам стоит подумать над увеличением доли акций в вашем портфеле.
5. После этого необходимо рассчитать ожидаемую доходность вашего портфеля (пример такого расчета приведен на Шаге 53). Теперь вы можете сравнить получившуюся цифру ожидаемой доходности инвестиций с границей устойчивости своего инвестиционного плана. Если оказалось, что ожидаемая доходность не дает вам возможности реализовать ваш инвестиционный план, то надо менять либо план (тогда возвращаемся к пункту 2), либо структуру вашего портфеля (тогда возвращаемся к пункту 3). Иногда придется сделать несколько проходов, прежде чем удастся согласовать ваши цели и ваш инвестиционный план со структурой вашего портфеля. После того, как это удалось сделать, посмотрите еще раз на окончатель-

ную структуру портфеля. Прикиньте, насколько волатильным оказался ваш портфель. Посмотрите корреляцию основных классов активов в вашем портфеле между собой. Прикиньте, насколько вам удастся «погасить» колебания основного актива — **акции** — за счет других активов в вашем портфеле. Будете ли вы чувствовать себя комфортно при том уровне риска, который обеспечивает ваш портфель? Иногда после такого анализа приходится еще раз поработать с уточнением целей и структурой портфеля.

6. Когда вы приняли решение о портфеле на его верхнем уровне, вы должны начать разбираться с конкретной структурой каждого класса активов в вашем портфеле. Для этого сначала надо подумать, какие инструменты вы хотите выбрать для каждого класса ваших активов. Пройдемся по классам активов, чтобы лучше это понять.

- 6.1. **Облигации.** Прежде всего надо понять, собираетесь ли вы включать отдельные облигации и использовать стратегию «Держать до гашения», или вы купите индексный облигационный фонд. Либо вы можете купить и то, и другое. Вспомните все плюсы и минусы каждого варианта (Шаг 51). А уже затем необходимо выбрать конкретные облигации или конкретный фонд (фонды) для покупки. Совет: если вы выбираете отдельные облигации, стоит обратить внимание, среди прочего, на евробонды российских эмитентов. У них часто привлекательная доходность, а риски этих эмитентов вы можете оценивать не только по их формальным рейтингам, но по личным впечатлениям. Поскольку, живя в России, вы достаточно хорошо понимаете, что эти эмитенты из себя реально представляют.

- 6.2. **Наличные.** Они вам нужны, прежде всего, как подушка безопасности. Поэтому они всегда должны быть под рукой, легко доступны в каждый момент. С другой стороны, хочется получать некоторую доходность

и от этой части портфеля. На Шаге 54 мы обсуждали один из возможных вариантов построения этой части портфеля, которая дает возможность в любой момент воспользоваться деньгами и в то же время приносит некоторый доход.

- 6.3. **Золото.** На Шаге 23 мы обсуждали, в каких вариантах можно реализовать этот класс активов: акции золотодобывающих компаний, металлические безналичные счета и физическое золото в монетах или слитках. Вам надо выбрать вариант или варианты. Их преимущества и недостатки обсуждались на том же шаге.
- 6.4. **Недвижимость.** Как мы уже отмечали (Шаг 22), **недвижимость** можно свести к акциям REITs. Поэтому вопрос о включении или невключении этого актива и о конкретных объемах и структуре надо рассматривать в разделе **акции**.
- 6.5. **Акции.** Самый важный класс активов, к которому надо отнестись максимально внимательно, поскольку именно он обещает вам наибольшую доходность. Но также и наибольшую волатильность. Прежде всего надо решить, будете ли вы включать в этот класс одиночные отобранные вами лично акции отдельных компаний или вы ограничитесь только инвестированием в индексные фонды акций. Внимание! Ни при каких условиях я бы не советовал включать в портфель только лишь одиночные, отобранные вами акции. Более того, я бы не советовал даже доводить долю одиночных акций (если вы их вообще включаете в свой портфель) до половины объема этого класса в вашем портфеле. А в некоторых случаях я бы не советовал включать в ваш портфель одиночные акции вообще. Вот эти случаи: 1) Вы начинающий инвестор, у вас совсем нет опыта; 2) Весь объем вашего портфеля не превышает 10 000 долларов; 3) Вы болезненно относитесь к риску, сни-

жение объема вашего инвестиционного портфеля даже на 10 % создаст для вас непереносимую психологическую проблему. Однако и в случае, когда вы включаете одиночные акции в ваш портфель, но вы не можете или не намерены пополнять ваш инвестиционный фонд на регулярной основе, я бы не советовал эту долю вашего класса «Акции» делать большой. 20–30 % от общего размера этого класса активов было бы, на мой взгляд, вполне достаточно. Как выбирать в этом случае акции, мы подробно обсуждали в Главе 4. Прошу иметь в виду, что если вы покупаете одиночные акции, то число позиций в вашем наборе должно быть не менее 10. Какие-то компании не оправдают ваших надежд по различным причинам. Такие неприятности не должны принципиально повлиять на ваше благополучие. Если одна-две компании не оправдают ваших надежд и упадут в цене, скажем, вдвое и если в вашем списке 10 позиций, а весь состав одиночных акций составляет только 25 % от класса **акции**, и при этом сам класс **акции** составляет только 60 % от всего портфеля, в этом случае такое падение их цен вдвое понизит стоимость вашего портфеля только на 0,75–1,5 %. Что вполне терпимо. Особенно если акции других компаний компенсируют это падение. Другой вопрос: как отбирать индексные фонды для включения в ваш портфель? Мы обсуждали пример такого выбора на Шаге 54. Я бы советовал обязательно включать в состав портфеля индексный фонд, копирующий S&P 500. Также стоит подумать о фондах, работающих с недвижимостью, поскольку у нас нет данного класса активов как самостоятельного класса. Можно рассмотреть индексы малых компаний (Small Cap), если вы хотите повысить доходность и легко переносите риск. Если вас интересуют какие-то конкретные сектора экономики, то можно присмотреться к соответствующим индексам и фондам, их копирующим.

При включении секторальных индексных фондов задумайтесь об их взаимной корреляции, чтобы снизить волатильность вашего портфеля (Шаг 48). Стоит также рассмотреть региональные индексы разных стран и регионов, но здесь я не обладаю какими-то знаниями, чтобы советовать. После составления конкретного плана этого раздела посмотрите еще раз Шаг 50: может быть, у вас возникнут какие-то идеи, как можно снизить риск вашего портфеля или повысить доходность. Когда окончательно определились, надо реализовать ваш портфель. Вспомните, через каких посредников это лучше сделать (Шаг 57).

7. Сформировав свой портфель и произведя соответствующие покупки, вы прекращаете заниматься инвестициями до конца календарного года. Не надо делать ничего! Вы отлично поработали. Особенно в самом начале своей инвестиционной деятельности. Вам пришлось определить свои инвестиционные цели и составить свой инвестиционный план. Вам пришлось также составить свой портфель на верхнем уровне и согласовывать свои желания (цели) со своими возможностями (доходность портфеля). Всю эту работу не надо будет делать каждый год. Теперь у вас задача строго стоять на своем пути, никуда не сворачивая. Для этого надо постараться ничего не делать в течение календарного года. Это трудно! Вас будет тянуть посмотреть цены. Посмотреть можно. Но бесполезно. В течение года ваша главная задача — не делать ничего.
8. По окончании календарного года надо подвести итоги. Какой рост своего инвестиционного фонда вам удалось получить за год? Какова была инфляция в стране за этот год? Каков реальный (за вычетом инфляции) рост вашего портфеля? При выполнении этой работы загляните на Шаг 55 в качестве подсказки, как это стоит делать. Сравните фактический рост с тем, который заложен в ваш инвестиционный план. Ваши инвестиционные

цели выполнимы? Если нет, не стоит паниковать. А если да, не стоит слишком радоваться. Один год ничего не значит. Вот когда у вас будет 3–5 лет вашей инвестиционной истории, тогда по среднему значению годового роста можно начать ориентироваться, удастся ли вам реализовать свои цели или вам надо их корректировать (либо корректировать надо структуру своего портфеля). Совет: ни в коем случае не делайте вывод на основании одного-двух лет.

9. Проводить ли ребалансировку из-за того, что пропорции между классами и подклассами активов за прошедший год нарушились по отношению к первоначальной структуре портфеля? Я бы посоветовал не делать этого, если изменения невелики, а ребалансировка связана с продажей активов (и, значит, уплатой налога). Другое дело, если вы все равно будете пополнять свой инвестиционный фонд новыми поступлениями. Тогда можно использовать эти дополнительные приобретения, чтобы выровнять пропорции активов на их изначальные значения. Благо в этом случае ничего продавать не придется и, следовательно, налогов платить не надо будет. Кроме того, по той части, которая (и если) у вас находится в одиночных, персонально вами отобранных акциях, вам вместо ребалансировки я бы посоветовал проверять, не является ли цена каких-то акций чрезмерно высокой сегодня. Если так, то стоит подумать о продаже некоторого числа таких акций. И наоборот, если цена по-прежнему хорошей компании существенно занижена сегодня, то подумать о дополнительной покупке этой позиции. Это по смыслу примерно те же действия, что и ребалансировка, но выполненные в соответствии с принципами фундаментального анализа. И делать это стоит тоже не чаще, чем раз в год, если не возникли какие-то особые обстоятельства.
10. И последнее, что вам надо будет сделать (но это позже, когда будут известны годовые результаты по всем отобранным вами компаниям) — это посмотреть новые

данные за прошедший год по фирмам, которые у вас в портфеле: новые бухгалтерские таблицы за последний год и новости о делах фирмы. Анализ можно производить тоже по методу экспресс-анализа (Шаг 36). Excel вам поможет сделать это быстро. Если у вас возникли опасения по какой-то фирме, надо после тщательной проверки в случае необходимости продать ее акции. Только имейте в виду, основанием для такого решения могут быть глубинные изменения в бизнесе фирмы, а не решаемые проблемы, и уж точно не сам факт снижения цены акций. С другой стороны, если у вас есть на примете еще одна-две компании, которые обещают долгосрочный уверенный рост, то можно купить их акции в это время.

11. По окончании этой работы стоит опять забыть о своих инвестициях на год. Как видите, не такая большая работа требуется. Но надо понимать, что персональный отбор акций и облигаций всегда потребует существенно большего времени, чем покупка индексных фондов. Выбирать вам.
12. Если после нескольких лет ваших инвестиций вы увидите, что ваша среднегодовая доходность ниже, чем заложенная в ваш инвестиционный план, то придется принимать решение о корректировке либо плана (уменьшить запросы), либо структуры портфеля (перейти к портфелю с большим риском, но и большей доходностью).

И так надо действовать до конца вашего инвестиционного периода (чтобы не сказать жестче).

Выводы из шестой главы

1. Инвестирование «в индексы» — вполне успешная инвестиционная стратегия, которая позволяет на больших временных интервалах получать вполне достойную доходность. Разумному инвестору, несомненно, стоит использовать эту стратегию. У нее есть большое преимущество, которое состоит в том, что история доходности индексов хорошо задокументирована и известна на длинном — до ста лет — временном отрезке в прошлом. Поэтому собрана хорошая статистика, которая показывает, что в самые разные периоды, при разной рыночной ситуации и в хорошие, и в плохие времена основные индексы на достаточно длинных отрезках времени показывали достойные по доходности результаты.
2. Инвестирование в индексы дает достойные результаты по следующим причинам:
 - сам рынок акций имеет тенденцию к росту на больших временных интервалах просто потому, что компании, акции которых котируются на биржах, в подавляющем большинстве получают прибыль от своей деятельности;
 - критерии отбора компаний для включения их акций в состав индекса, хоть и создавались не для инвестиционных целей, оказываются довольно разумными и с инвестиционной точки зрения тоже;

- большое число компаний, представленных в индексе, позволяет инвестору диверсифицировать свои вложения и не зависеть всецело от отдельных фирм, которые могут оказаться неудачниками.
3. Но есть у инвестирования в индексные фонды и некоторые проблемы. Главная проблема, на мой взгляд, состоит в том, что в настоящее время достаточно много специалистов и исследователей считают инвестирование в индексные фонды единственно верной стратегией, которую невозможно переиграть. Они настойчиво призывают всех частных инвесторов ни в коем случае не отклоняться от «единственно верного курса» — от инвестирования **исключительно** в индексные фонды. Такая позиция является, на мой взгляд, не только неверной, но и опасной.
4. Ошибки этого подхода состоят в том, что для доказательства невозможности добиться лучших результатов, чем дает инвестирование исключительно в индексные фонды, его приверженцам приходится идти на ряд нарушений в логике. Вот основные, на мой взгляд, нарушения:
- подмена понятия «рынок», понятием «индекс»; индекс не является рынком, а является лишь относительно малой выборкой по заранее определенным критериям из большого числа акций, представленных на рынке;
 - доказательство преимущества инвестирования в индекс сравнением с заведомо более слабым «противником» — активными взаимными фондами, которые чаще проигрывают индексу, чем выигрывают у него, по причине более высоких комиссий и очень специфических условий их работы;
 - смешение индексного инвестирования с современной портфельной теорией, рассмотрение их как единого целого под термином «пассивное портфельное инвестирование»; на самом деле портфельная теория вообще не рассматривает индексы, она оперирует понятием «актив», к которому относится или ценная бумага, или

любая группа ценных бумаг; результаты портфельной теории можно и нужно использовать при любом способе инвестирования;

— использование недоказанной и имеющей массу опровержений гипотезы «эффективного рынка» и «всегда правильных» цен (которая опровергается, например, теорией поведенческих финансов, практической динамикой рыночных цен и многим другим) для обоснования идеи о невозможности получить лучшие результаты, чем при инвестировании в индексные фонды; ложность этой посылки подтверждается хотя бы тем общеизвестным фактом, что разные индексы дают на длинных интервалах разную доходность.

5. Опасность же подхода инвестирования исключительно в индексные фонды проистекает из непонимания его приверженцами того, что вообще никогда не будет создан последний и самый правильный способ инвестирования, от которого не надо никуда отступать. Такого способа никогда не будет создано просто по той причине, что любой разумный прием в инвестировании и любая разумная стратегия, когда она становится общепринятой, меняет сам рынок (который является именно сообществом всех инвесторов и спекулянтов). А этот измененный рынок требует для успеха уже несколько других подходов. Так будет всегда. Так начинает происходить и с инвестированием в индексы сегодня, когда эта стратегия становится доминирующей в мире. Основных проблем в настоящий момент две:

— покупая индекс через индексный фонд, инвестор, по сути дела, покупает целый пакет ценных бумаг оптом, не обращая внимания на их цены; тем самым он «портит» регулирующий механизм рынка, который обычно соотносит производственные возможности с общественными потребностями именно с помощью механизма изменения цен;

— гегемония «Большой Тройки» управляющих компаний индексных фондов и их представительство в Советах Директоров подавляющего большинства крупней-

ших компаний США приводит к возможности картельного сговора.

6. С учетом всего вышеизложенного разумному инвестору следует, на мой взгляд, сочетать индексное инвестирование с индивидуальным отбором ценных бумаг на долгий срок на основе фундаментального анализа компаний-эмитентов. Но очень многое при принятии такого решения зависит от личных обстоятельств инвестора. Поэтому, принимая решение, инвестору необходимо ориентироваться именно на свои личные обстоятельства: горизонт инвестирования, объем своего инвестиционного фонда, отношение к риску и многое другое.

Успехов вам в инвестировании!

Вместо прощания

Все. Вы одолели книжку! Вы — профи!



Финиш № 3

Когда я писал эту книгу, я видел перед собой человека лет 25–30, который любит свою работу и успешен в ней, у которого любимые жена и дочка (или сын), у которого отличные друзья. Он живет так же, как тысячи его сверстников. Но все же немного не так. Две вещи отличают его от большинства.

1. Каждый месяц, получив зарплату, он 15 % от нее откладывает в свой личный инвестиционный фонд.
2. Раз в год, в течение или после новогодних праздников он несколько дней или даже пару недель посвящает тому, что проводит анализ годовых результатов своих инвестиций и намечает свой план на будущий год. Закончив планирование и реализовав свой план, он забывает на год об этой своей деятельности и вновь возвращается к работе, семье и друзьям.

Мне очень нравится этот человек. Я не только желаю ему счастья, я просто уверен в том, что его жизнь будет разумна и финансово благополучна. Он хозяин своей судьбы. Он — личность! Он идет своей дорогой, не ожидая помощи ни от кого. Он знает, что все в этой жизни можно построить своими руками и своей головой. И что это самый надежный способ.

Если эта книга даст возможность еще нескольким людям выбрать путь, который выбрал этот молодой человек, я буду считать свою миссию исполненной.

Спасибо всем, кто сумел дочитать эту длинную книгу до конца. Но, думаю, что большинство новичков «застряли» на середине. Ничего страшного. Если вы будете возвращаться к чтению по мере того, как набираете практический опыт, или будете лишь просматривать конкретный раздел — по тем вопросам, которые вызвали у вас затруднения, то это тоже будет очень хорошим и правильным путем. Положите книгу в ящик вашего письменного стола или сбросьте файл с книжкой на ваш смартфон или «читалку» и время от времени заглядывайте в нее по тем вопросам, которые у вас возникнут.

А тем, кому еще не надоело наше общение, сообщу, что его можно будет продолжить.

В моем Живом Журнале по адресу <https://gregbar.livejournal.com/>, где я время от времени пишу по инвестиционным вопросам, мы можем общаться и дальше, обсуждать текущие актуальные вопросы инвестирования или то, что оказалось не полностью или плохо сформулировано в этой книжке. Наверняка есть и ошибки. Просто имейте в виду, я многого еще не знаю в этой необъятной теме — инвестирование. А кое-чего в этой теме не знает вообще никто. Этим она и интересна. Заходите, поговорим.



Успехов вам в инвестировании!

Что почитать?

Об инвестициях написаны горы литературы. Все не перечислить, и не надо. Большинство этих книг и статей не только бесполезны, но и вредны, поскольку уведут читателя далеко в сторону от разумных инвестиций.

Я не буду здесь скрупулезно перечислять даже и все те хорошие книги, которые я использовал при написании этого пособия для начинающих инвесторов. Я все и не вспомню, как бы ни старался. Этот процесс формирования собственного инвестиционного мировоззрения является длительным и очень интересным, но по прошествии времени уже не все помнишь.

Пойду другим путем. Перечислю по главам этого пособия те книги, которые считаю важными для человека, впервые идущего по пути постижения принципов инвестирования. Но сначала упомяну книгу, которая заложила основы теории инвестирования. Это книга Бенджамина Грэма и Дэвида Додда «Анализ ценных бумаг» (Security Analysis). Также — а может быть, для частного инвестора более важно прочесть книгу Бенджамина Грэма «Разумный инвестор».

Глава 1 данного пособия является вводной, я не буду приводить литературу по ней. Главы 2 и 3 также, на мой взгляд, не требуют особых пояснений. А в случае необходимости можно найти много литературы в интернете.

Глава 4. Подход Уоррена Баффета очень популярно, но и довольно упрощенно изложен в серии книг Мэри Баффет и Дэвида Кларка: «Практическая баффетология», «Уоррен Баффет рекомендует. Как найти идеальную компанию», «Инвестиционный

портфель Уоррена Баффета», «Новая баффетология». Более основательно подход Баффета изложен в книге Роберта Хагстрема «Уоррен Баффет. Как 5 долларов превратить в 50 миллиардов. Простые правила великого инвестора».

Научиться отбирать компании с долгосрочным конкурентным преимуществом можно, изучив книжку Пэта Дорси «Маленькая книжка, которая принесет вам состояние».

Научиться оценивать реальную стоимость компании можно, прочитав книжку Асвата Дамодарана «Оценка стоимости активов». Надо отметить, что эта книга отнюдь не для начинающих, она довольно сложна.

Читать бухгалтерскую отчетность компании и использовать ее для целей инвестирования можно, например, по книге Бенджамина Грэхема и Спенсера Б. Мередита «Анализ финансовой отчетности компании» (давно стоило сказать, что фамилию основателя стоимостного инвестирования — Graham — на русский переводят по-разному: Грэм и Грэхем).

Подход Питера Линча (Peter Lynch), горячего сторонника идеи, что частный инвестор может переиграть специалистов финансовой индустрии, можно узнать по книжкам (у меня они, к сожалению, только на английском, хотя обе, похоже, переведены на русский):

One Up on Wall Street и Beating the Street.

Очень важно, на мой взгляд, познакомиться с взглядами на отбор ценных бумаг и на философию инвестирования такого великого, но гораздо менее известного, чем Грэм и Баффет, инвестора, как Филип Фишер (Philip A. Fisher). Рекомендую прочесть его «Обыкновенные акции, необыкновенные доходы».

Глава 5. Формирование инвестиционного портфеля хорошо, но не очень просто изложено в книге Роджера Гибсона «Формирование инвестиционного портфеля. Управление финансовыми рисками». Другая хорошая книжка — Уильям Бернстайн, «Разумное распределение активов».

Глава 6. Идеи пассивного индексного инвестирования изложены в книгах Бертон Мэлкила «Случайная прогулка по Уолл-

стрит», в книге Уильяма Бернстайна «Манифест инвестора» и многих других книгах, которые вы можете найти на сайте assetallocation.ru.

(Я не указал год издания книг и издательство, как это обычно принято; в эпоху интернета это является совершенно излишним, найти требуемую книгу легко можно и так.)

Успехов вам в инвестировании!

Баршевский Г.

Хочешь выжить? Инвестируй!

Оригинал-макет: В. Барчинский

Дизайн: Д. Маркова

Корректурa: А. Синицына

Подписано в печать 02.08.2019

Формат 70x100/16. Бумага офсетная 80г/м². Печать офсетная.

Объем 20 усл. авт. л. Гарнитура Greta

Отпечатано в издательстве «Буквально»

Санкт-Петербург, ул. Большая Морская, д. 3-5

mail@izdatelstvobukvalno.ru; izdatelstvobukvalno@yandex.ru;

<http://izdatelstvobukvalno.ru>

Отпечатано в соответствии с предоставленным материалом.

© copyright: Г. Баршевский, 2019

Все права сохраняются за автором.

All rights reserved. No part of this book may be reproduced
without author's permission made in writing.