



Виталий Каценельсон

АКТИВНОЕ СТОИМОСТНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ

Как заработать на рынке с боковым трендом

Виталий Наумович Каценельсон
**Активное стоимостное инвестирование: Как
заработать на рынке с боковым трендом**

*Текст предоставлен правообладателем
http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=5010947*

*Активное стоимостное инвестирование: Как заработать на рынке с боковым трендом /
Виталий Каценельсон.: Альпина Паблишерз; Москва; 2010
ISBN 978-5-9614-2339-6*

Аннотация

Книга Виталия Каценельсона, известного портфельного менеджера и постоянного автора Financial Times, является практическим руководством по работе на рынке с боковым трендом. Работа на рынке, который напоминает американские горки, требует от инвесторов особых навыков, которые не были критически необходимыми на бычьем рынке прошлых лет.

Из книги вы узнаете, как правильно провести анализ и выявить компанию, подходящую для инвестиций, как определить цену, по которой стоит покупать ее акции, как на практике реализовать активную инвестиционную стратегию в условиях бокового рынка (включая алгоритмы покупки и продажи акций). Вы также ознакомитесь с триадой «Качество – Оценка – Рост», которая лежит в основе предлагаемого автором подхода, и получите исчерпывающую информацию о таких инструментах, как риск и диверсификация.

Книга рассчитана на частных и профессиональных инвесторов, а также финансовых аналитиков.

Содержание

Предисловие	5
Часть I Что готовит нам будущее	10
Глава 1 Введение: рынки с боковым трендом существуют	10
Пристегните ремни и умерьте ожидания	10
Виды рынков	10
Различия между рынками с долгосрочными бычьими, медвежьими и боковыми трендами	12
Достаточно ли изучить период в 100 лет?	12
Акции выиграли марафонский забег	13
Акции зарубежных компаний тоже отличились	15
Засияет ли золото снова?	16
Новый конкурент золота	17
Иллюзия длинного забега (марафона)	18
Боковые рынки сводят на нет доходы, полученные во время бычьих рынков	20
Длинный забег может оказаться короче, чем мы думаем	23
Глава 2 Эмоции на долгосрочном бычьем, медвежьем и боковом рынках	26
Конец ознакомительного фрагмента.	27

Виталий Каценельсон

Активное стоимостное инвестирование: Как заработать на рынке с боковым трендом

Посвящается моим родителям:

отцу Науму и вечной памяти моей матери Ирины.

Спасибо за то, что всегда в меня верили

VITALIY N. KATSENELSON

Active Value Investing

Making money in range-bound markets

John Wiley & Sons, Inc.

Переводчик А. Залесова

Редакторы Н. Каценельсон, П. Суворова

В оформлении обложки использована иллюстрация Н. Каценельсона

Руководитель проекта А. Деркач

Технический редактор Н. Лисицына

Корректор О. Ильинская

Компьютерная верстка А. Фоминов

© Vitaliy N. Katsenelson, 2007

© Издание на русском языке, перевод, оформление. ООО «Альпина
Паблишерз», 2010

Издано по лицензии John Wiley & Sons, Inc.

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

Предисловие

Читатели книг по инвестированию имеют полное право на скептицизм. Ежегодно на прилавках книжных магазинов появляются сотни новых изданий. В них сложно разобраться и трудно определить, какие книги стоит прочитать, а какие незаслуженно занимают место на книжной полке.

Я написал эту книгу для тех, кто ищет возможность для инвестиций и увлечен инвестированием по-настоящему. Неважно, кто вы: инвестор-любитель, который сражается за доходность по выходным под лозунгом «Я все сделаю сам, черт возьми!», или профессиональный инвестор, избравший девизом «Я занимаюсь инвестированием 12 часов в день и обедаю на рабочем месте. Я обожаю эту работу!» (именно к последней категории отношусь я), – вам стоит прочитать эту книгу. В ней общепринятые, традиционные принципы инвестирования видоизменяются и затем используются необычным, но эффективным в условиях бокового тренда способом.

Если вы как следует вошли в роль читателя-скептика, то я отвечу на вопросы, которые вы бы задали мне перед покупкой этой книги.

Читатель-скептик: Чем активное стоимостное инвестирование отличается от обычного?

Виталий Каценельсон: *Активное* стоимостное инвестирование – это традиционные стратегии инвестирования, видоизмененные таким образом, чтобы обеспечивать высокую доходность на рынках с боковым трендом. Хотя принципы фундаментального анализа не зависят от долгосрочной тенденции на рынке, методику фондового анализа и инвестиционную стратегию необходимо *постоянно пересматривать* в соответствии с изменяющимися рыночными условиями.

ЧС: Что такое «боковые рынки», о которых вы говорите?

ВК: Нагляднее всего сравнить боковой рынок с американскими горками. После всех волнений, которые вы пережили во время резких взлетов, падений, трясек и захватывающих дух вращений, – неважно, как долго продолжается весь заезд, – вы (и ваш портфель) в конечном счете оказываетесь там, где были вначале. Именно на это обречен *неактивный* стоимостной инвестор, практикующий пассивное, индексное инвестирование на рынках с боковым трендом, – доход от акций, близкий к нулю, плюс скудные дивиденды, потерянное время и незначительный прогресс на пути к поставленной цели.

ЧС: Значит, это то же самое, что и медвежий рынок?

ВК: На первый взгляд именно так и есть, но это широко распространенное заблуждение. Мы привыкли думать о рынках либо как о бычьих, либо как о медвежьих. Но если посмотреть на фондовый рынок США на протяжении всего XX в., то мы увидим, что большинство продолжительных рынков (длившихся более пяти лет) в действительности были бычьими или боковыми. Продолжительные медвежьи (падающие) рынки формировались только тогда, когда наряду с высокой рыночной оценкой наблюдался серьезный спад в экономике, подобно тому, что происходило в Японии с конца 1980-х гг. по 2003 г. или около того.

ЧС: И вы считаете, что сейчас как раз один из таких боковых рынков?

ВК: Да. Если посмотреть на двухвековую историю фондового рынка, то за каждым долгим бычьим трендом (а у нас только что закончился один из таких трендов, длившийся с 1982 по 2000 г.) следовал продолжительный боковой тренд. Боковые рынки – это время расплаты: инвесторы расплачиваются низкими доходами и потерянным временем за слишком высокие доходы, которые они получали во время предшествующих бычьих рынков.

ЧС: Первая часть книги называется «Что готовит нам будущее». Не похоже, чтобы она была о стоимостном инвестировании. О чем она?

ВК: Эта книга представляет собой практическое руководство по стоимостному инвестированию на боковых рынках. Но чтобы читатель принял эту стратегию и захотел использовать ее в собственной практике инвестирования, его необходимо убедить. Меня точно нужно было бы убеждать. Поэтому в первой части книги мы рассматриваем историю фондового рынка США за последние два столетия и обсуждаем, что послужило причиной продолжительных бычьих, медвежьих и боковых трендов. Мы говорим об эмоциях, которые доминировали на каждом из рынков, а также о том, почему высока вероятность того, что на нашем рынке начался боковой тренд и что он продлится еще добрый десяток лет.

Затем я расскажу о принципах, которые помогут вам спрогнозировать продолжительность нынешнего тренда, и объясню, почему я считаю, что в течение следующих нескольких лет прирост корпоративной прибыли будет ниже прироста валового внутреннего продукта (ВВП).

ЧС: Если рынок никуда не движется, только вверх-вниз и вбок, то вы, наверное, просто посоветуете мне использовать тактику слежения за рынком (market timing)?

ВК: Нет, не буду, обещаю. Вместо этого я предлагаю использовать новые, альтернативные принципы инвестирования. Создать успешный алгоритм слежения за рынком сложно, если вообще возможно. Инвестор, использующий эту тактику, принимает решения, основываясь на прогнозах относительно направления краткосрочного движения курсов, процентных ставок или экономической ситуации в целом. Помимо того, что от вас требуется не ошибиться дважды (когда вы покупаете и когда продаете), на ваше решение сильно влияют обычные человеческие эмоции, которые правят фондовым рынком, особенно на максимумах и минимумах. Вам не нужно следить за рынком, вы должны отслеживать отдельные акции.

ЧС: Вы советуете отслеживать не рынок, а акции. Чем отличается эта стратегия от традиционной?

ВК: Выбор оптимального момента для покупки и продажи отдельных акций не сильно отличается от привычной вам стратегии, за исключением того, что вы должны быть проактивны. Если вам не нравится фраза «Выбирать момент сделки», говорите «Выбирать цену» – вам нужно выбрать оптимальную цену для покупки или продажи активов. Вы покупаете их, когда они недооценены, и продаете, когда оценка рынка почти справедлива. Если вы отслеживаете рынок, то ваш остаток денежных средств указывает на то, как, на ваш взгляд, будет вести себя рынок. А если вы следите за акциями, то ваш остаток денежных средств – это побочный продукт инвестиционных возможностей, которые вы видите на рынке.

ЧС: Надеюсь, вы не советуете мне стать дневным трейдером?

ВК: Конечно, нет. Но во время бокового тренда вам нужно действовать более активно, чем во время бычьего. Пассивная инвестиционная стратегия, получившая широкое распространение на последнем бычьем рынке, еще не полностью изжила себя, но находится в состоянии, близком к этому, – в коме.

Стратегия «Покупать и держать» – это всего лишь кодовое название стратегии «Покупать и забывать продать». Покупка акций обычно подчиняется строгому алгоритму, в то время как слово «держать» – это только маска, под которой скрывается отсутствие четкого алгоритма продажи активов, если только вы не придерживаетесь принципа «Я буду держать их, пока смерть не разлучит нас». Стратегия «покупать и забывать продать» прекрасно работает на продолжительных бычьих рынках, когда коэффициенты P/E увеличиваются со значений, существенно ниже средних, до значений, существенно выше средних. Посредственные акции растут, а хорошие взмывают вверх. Пассивное инвестирование – покупка акций без дальнейшей продажи – оправдывает себя.

На боковом рынке складывается абсолютно противоположная ситуация: коэффициенты Р/Е уменьшаются со значений, которые существенно выше средних, до значений, которые существенно ниже средних (в XX в. так происходило из раза в раз). Нам нужна новая парадигма мышления взамен того, к чему мы привыкли в 1982–2000 гг.!

ЧС: И вы расскажете мне, что делать, да?

ВК: Абсолютно точно. Во второй части, посвященной практическому применению описываемых принципов, мы обсудим фондовый анализ и активную стратегию инвестирования применительно к рынкам с боковым трендом.

В разделе «Анализ» мы поговорим о триаде «Качество – Оценка – Рост» (КОР), которая лежит в основе активного стоимостного инвестирования и призвана облегчить фондовый анализ. Мы будем оценивать акции по каждой шкале и затем изучим взаимосвязь между ними. Мы выясним, при каких условиях компанию можно назвать привлекательной для инвестиций и как определить цену, по которой стоит покупать ее акции.

Хотя методика оценки качества и перспектив роста компании требует небольшой корректировки при боковом тренде, она не сильно отличается от алгоритма, используемого на любом другом рынке. Нельзя сказать то же самое об анализе рыночной оценки, в который в условиях бокового тренда требуется вносить больше всего изменений.

ЧС: Почему именно оценка?

ВК: Постоянное уменьшение коэффициентов Р/Е (основная характеристика боковых рынков) требует понимания механизмов рыночной оценки. Кроме того, инвестору необходимо пересмотреть инструменты оценки акций. В условиях бокового движения курсов инструменты относительной оценки дают ложные сигналы к покупке и должны использоваться только в сочетании с инструментами абсолютной оценки, которые на боковых рынках приобретают особенно большое значение. Все эти аспекты подробно рассматриваются в книге. Также я знакомлю читателя с несколькими новыми инструментами оценки акций.

ЧС: Если я инвестор в акции роста, мне тоже нужно обо всем этом помнить?

ВК: Обязательно! На длительных боковых рынках инвесторы готовы платить за рост прибыли все меньше и меньше. Если речь идет об акциях роста, высокие коэффициенты Р/Е сокращаются гораздо быстрее низких. Я провел собственное исследование и изучил, что произошло с акциями с высокими и низкими коэффициентами Р/Е во время бокового тренда 1966–1982 гг. Вначале рыночная оценка компаний с большим потенциалом роста была на 200 % выше рыночной оценки менее перспективных компаний. Однако постепенно эта разница уменьшалась, и к концу 1982 г. она составила лишь 40 %. Инвесторы в акции роста должны помнить об этой закономерности, чтобы успешно работать на боковых рынках.

ЧС: Но больший прирост прибыли с лихвой компенсировал уменьшение коэффициентов Р/Е, правильно?

ВК: Вовсе нет! На боковом рынке 1966–1982 гг. доходность акций с низкими коэффициентами Р/Е постоянно была выше доходности бумаг с высокими Р/Е.

ЧС: Если я инвестор в акции роста, что мне тогда делать?

ВК: Перед покупкой убедиться на 100 %, что повышение прибыли и дивиденды по акциям с высокой оценкой сполна компенсируют возможное уменьшение коэффициента Р/Е. В главе 7 я рассказываю о нескольких приемах, с помощью которых это можно сделать.

ЧС: Меняется ли предложенная вами стратегия вместе с ситуацией на рынке?

ВК: Вы должны стать активным инвестором и использовать стратегию «покупать и продавать». Здесь нельзя не подчеркнуть важность четкого алгоритма продажи. Вы должны продавать, когда рыночная оценка акций достигнет заранее заданного уровня, а это нелегко, поскольку часто в этот момент остальные инвесторы полны оптимизма и скупают акции. Я поделюсь с вами несколькими стратегиями, благодаря которым вы сможете более выгодно продавать свои активы.

Все это говорит о том, что на боковом рынке очень важно *действовать независимо от остальных, а порой и вопреки* им. Это настолько важно, что я посвятил противоположному инвестированию целую главу. В ней рассказывается о срочном арбитраже, о том, как использовать с выгодой для себя распространенные на Уолл-стрит мифы, как, разрушая их, определить недооцененные акции, как отыскать новые акции для инвестиций и о многом другом.

На бестрендовом боковом рынке инвестировать гораздо сложнее, чем на бычьем. В этом нет никаких сомнений. Поэтому обращайтесь внимание на зарубежные рынки, благодаря которым вы сможете увеличить альтернативную стоимость каждого своего решения. Об этом говорится в главе 11.

ЧС: Ладно! Но что, если вы не убедили меня в эффективности своего подхода?

ВК: Хотя эта книга посвящена особенностям инвестирования на боковых рынках, многие раскрытые в ней принципы можно с уверенностью применять на любом другом рынке. На самом деле все эти понятия (без изменений, сделанных с учетом бокового рынка) я использую на своих занятиях по практическому фондовому анализу в магистратуре Колорадского университета в Денвере. Кроме того, я добавил две главы – «Новый взгляд на риски» и «Новый взгляд на диверсификацию», которые тоже подходят для фондового анализа при любых рыночных условиях.

ЧС: Что, если боковой рынок, о котором вы говорите, не начнется и вместо него у нас будет продолжительный бычий или медвежий рынок?

ВК: Каждую стратегию необходимо оценивать не только с точки зрения выгоды, которую получит инвестор в случае успеха, но и взвесив убытки, которые он понесет, если прогнозы вдруг не сбудутся. Именно это я и собираюсь сделать. У стратегии активного стоимостного инвестирования самая низкая цена ошибки! На боковых и медвежьих рынках она более эффективна, чем пассивная стратегия и инвестирование в акции роста. В случае (маловероятном) долгосрочного бычьего тренда стоимостное инвестирование будет довольно результативным, но, может быть, в меньшей степени, чем пассивная стратегия и инвестирование в акции роста.

Небольшая разница в доходности – это разумная страховая премия, которую придется заплатить инвестору, дабы избежать убытков на боковом или медвежьем рынке.

ЧС: Если все, что вы говорите, правда, то почему бы мне просто не купить облигации?

ВК: И снова давайте оценим инвестиционную стратегию с точки зрения «цены ошибки». Активное стоимостное инвестирование будет более эффективным на бычьем и боковом рынках, а также на медвежьем рынке, вызванном или сопровождающемся инфляцией. В облигации вкладывать деньги выгоднее всего будет только в одном случае: если в экономике США начнется серьезная рецессия, связанная с дефляцией. И даже тогда относительно хорошую доходность будут иметь государственные, лишенные риска дефолта облигации, в то время как доходность корпоративных облигаций будет под вопросом, поскольку уровень дефолтов по ним существенно вырастет.

ЧС: Эта книга – учебник?

ВК: Нет. Я терпеть не могу учебники по инвестированию, испещренные буквами греческого алфавита, с огромными сносками и длинными формулами. Эта книга не из их числа. Хотя я привожу в ней несколько формул, обещаю, в них не будет греческих символов, и они будут настолько простыми, что их сможет понять и семилетний ребенок.

Я прекрасно понимаю, что разговоры об инвестициях никак не назовешь интересными. За годы преподавания я понял, что, если студенты приходят на лекцию с большой чашкой двойного эспresso, значит, я что-то делаю неправильно. Я постараюсь, чтобы чте-

ние этой книги было как можно более легким и интересным, попытаюсь обо всем говорить с юмором и приводить столько реальных примеров, сколько позволит мой редактор.

ЧС: По вашей биографии трудно понять, кто вы: преподаватель, писатель или инвестор. Выберите что-то одно.

ВК: Если бы мне пришлось выбирать, я бы ответил, что я инвестор. Я обожаю инвестирование, мне нравится в нем все. Неопределенность каждого решения. Необходимость разгадывать головоломки в отсутствие нужной информации. Постоянная борьба с собственными эмоциями – самая трудная и важная из всех. Бесконечное стремление к совершенству, несмотря на то что оно недостижимо, как в случае, когда тебе кажется, что ты все понял, а рынок готовит для тебя новый сюрприз – неподконтрольность рынка, наверное, одного из самых самостоятельных механизмов, изобретенных человеком. Люди, споры, поиски истины. Наличие в каждой сделке двух противоположных сторон (покупателя и продавца) и времени между ними – переменной, которая показывает, кто был прав, а кто ошибался. Наконец, роль, для многих скрытая, но решающая, которую на рынке играет случай.

Я понял, что хочу зарабатывать на жизнь инвестированием, на втором курсе колледжа, поэтому получил степени и бакалавра, и магистра в сфере финансов. Вдобавок я успешно сдал экзамены на получение сертификата CFA. Я профессионально занимаюсь инвестированием. Это моя работа, но она больше похожа на хобби, за которое мне платят. У меня самая лучшая работа в мире! Если бы я не скучал по своим близким и друзьям, я бы работал круглую неделю. (Историю моего приезда в США читайте в главе 11.)

ЧС: Но как это сочетается с преподавательской деятельностью и написанием книг?

ВК: Руководство университета позволило мне составить свой собственный план занятий, поэтому они представляют собой естественное продолжение моей каждодневной работы. Плюс у меня благодарная аудитория.

ЧС: А книги?

ВК: Через несколько лет после того, как я начал преподавать, я обнаружил, что мне нравится кое-что еще – писать. Я пишу только о том, в чем действительно разбираюсь и что мне интересно. Это своего рода побочный продукт моей основной деятельности. Мои статьи регулярно появляются в *Financial Times*, *Barron's*, *BusinessWeek*, *Christian Science Monitor*, *New York Post* и др. Несколько статей было опубликовано в *Rocky Mountain News*, на сайтах www.marketwatch.com (Dow Jones & Company, Inc.), www.fool.com, <http://stockresearch.com> и www.realmoney.com. Эта книга, к примеру, стала результатом моей работы в трех направлениях – инвестирование, преподавание и сотрудничество с финансовыми изданиями – хотя, в сущности, все три сфокусированы на одном и том же.

ЧС: Почему о боковых рынках издается так мало книг? В самом деле, я не знаю ни одной другой книги об инвестициях на рынках с боковым трендом!

ВК: В книгах по инвестированию обычно рассказывается про инвестиционные стратегии, применимые к бычьим рынкам. С коммерческой точки зрения здесь все понятно. Книги издаются, чтобы их покупали, и интерес к инвестированию, а значит, и к книгам про инвестиции выше, когда инвесторы зарабатывают деньги, т. е. на бычьем рынке. Но это нечестно по отношению к тебе, мой вдумчивый читатель/инвестор-скептик, потому что рынок никуда не движется в течение такого же промежутка времени, в течение которого растет. Среднестатистический инвестор может не получить на боковом рынке желаемую доходность, но зачем быть как все? Я надеюсь, что тебе хватит духа остаться на таком рынке в этот сложный период, и ты не уйдешь на рынок облигаций или денежный рынок. Используй эту книгу, чтобы добиться высокой доходности на этом непростом рынке с его радостными взлетами и неожиданными падениями.

Часть I Что готовит нам будущее

Глава 1 Введение: рынки с боковым трендом существуют

*Делать прогнозы трудно, особенно относительно будущего.
Приписывается Йоги Берра¹*

Пристегните ремни и умерьте ожидания

Еще лет десять широкие фондовые рынки США будут напоминать американские горки. Индексы DJIA и S&P 500 станут попеременно подниматься и опускаться (достигая многолетних максимумов и минимумов), стоять на месте и колебаться в узком диапазоне. Они будут изменяться именно так, и в конце концов, когда схлынут эмоции и уляжется пыль, индексные инвесторы и те, кто предпочитает держать акции, обнаружат, что по сравнению с началом столетия их капитал вырос ненамного. С такими, в лучшем случае крохотными, доходами мириться нельзя!

Продолжительность и особенности будущих колебаний не знает никто, однако их в конечном счете горизонтальную траекторию уже определил повышательный тренд, который длился на рынке 18 лет и закончился в 2000 г. Судя по прошлому, до 2020 г. плюс-минус несколько лет американский фондовый рынок продолжит исполнять фокстрот, который он танцевал с конца 2000 г. Добро пожаловать на боковые рынки!

Ну что за мрачное, удручающее начало для книги, скажете вы. Но холодный душ реальности необходим, чтобы быстро переключить инвесторов в иной режим инвестирования – не в тот, к которому их приучил бычий рынок 1982–2000 гг., а в тот, о котором мы будем говорить в этой книге. Я осторожно использую слово *иной*, потому что оно входит в выражение «На этот раз все иначе». На этот раз все *не* иначе!

Начиная с 2000 г. с индексами широкого рынка США происходит то же самое (и, скорее всего, будет происходить еще добрый десяток лет), что и в прошлом. Чтобы это заметить, нужно лишь заглянуть подальше, дальше долгосрочного повышательного тренда 1982–2000 гг. Именно это мы и сделаем.

Движением акций американских компаний на протяжении всего XX в. в основном подтверждается мой смелый (на первый взгляд) прогноз. Как видно из рисунка 1.1, в прошлом веке за каждым долгосрочным бычим рынком следовал долгий боковой рынок. (Великая депрессия, которая началась после длительного повышения курсов, – единственное исключение.)

Виды рынков

Согласно Википедии, «бычий рынок (рынок с повышательным трендом) – это продолжительный период, когда цены на финансовом рынке растут быстрее исторических средних, в отличие от медвежьего рынка (рынка с понижающим трендом), который представляет собой продолжительный период падения курсов». А как насчет рынков с плоской, горизон-

¹ Лоренс Питер (Йоги Берра) (род. 1925 г.) – легендарный бейсболист, выступавший за команду New York Yankees; знаменит своими парадоксальными, но меткими афоризмами. – *Прим. пер.*

тальной траекторией? Профессионалы называют их боковыми, или бестрендовыми, рынками, и они отличаются от медвежьих, хотя инвесторы их часто путают. В следующей главе мы поговорим о разнице между ними.

Поскольку инвесторы привыкли ассоциировать рынки с животными, я придумал пару названий для боковых рынков – «куриный» или, может, «овечий». Или (мое самое любимое сравнение) «трусливый лев»: его случайные вспышки смелости приводят к росту цен, но потом их перевешивает страх, и курсы падают.

Тем, кто привык думать о рынках как о каком-нибудь животном и кого оставил равнодушным трусливый лев (удивительно, но, говорят, такие есть), предлагаю пополнить «биологический» словарь новым видом – медведь бокового рынка. Тогда медвежий рынок можно называть медвежьим рынком гризли, а более-менее плоский рынок – боковым медвежьим рынком.

Долгосрочный или циклический

Теперь давайте условимся о еще нескольких определениях. При описании состояния рынка мы будем использовать термины *долгосрочный* и *циклический*. Долгосрочным называют длительное (более пяти лет) состояние рынка, которое наблюдается примерно один раз за поколение. Циклическим, напротив, называют рынок, состоящий из циклов, которые значительно короче и могут длиться несколько месяцев или лет.

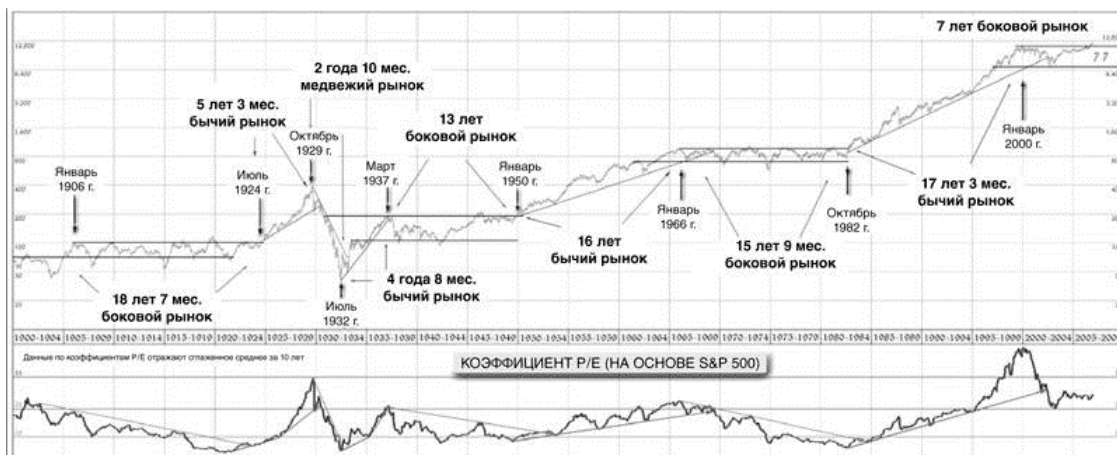


Рис. 1.1. Индекс DJIA, 1900–2006 гг.

Источник: Copyright 2007, Kevin A. Tuttle, Tuttle Asset Management, LLC (www.tuttleassetmanagement.com). Данные по коэффициенту P/E принадлежат Роберту Шиллеру

Инвестирование – это не точная наука, как математика или физика, где действуют строгие определения. Оно скорее похоже на экономику («унылую науку»), и поэтому его определения часто субъективны и открыты для интерпретаций. Например, согласно приведенному выше определению, снижение рынка, вызванное Великой депрессией (или, как считают некоторые, ее вызвало), которая привела к одному из самых серьезных падений курсов в истории США, нельзя назвать продолжительным медвежьим рынком, поскольку оно длилось лишь два года и 10 месяцев, т. е. менее пяти лет. Но сама Великая депрессия была продолжительным медвежьим рынком. (Более подробно о Великой депрессии см. в главе 2.)

Длительное снижение японского индекса Nikkei полностью соответствует определению долгосрочного медвежьего рынка, поскольку оно началось в январе 1990 г. и закончилось (по крайней мере так кажется) в апреле 2003 г., т. е. длилось 13 лет.

Поскольку эта книга посвящена долгосрочным рыночным трендам, то долгосрочные бычьи, медвежьи или боковые рынки я буду называть просто бычьими, медвежьими или боковыми. Говоря о рыночных циклах, я обязательно буду использовать слово *циклический*.

Различия между рынками с долгосрочными бычьими, медвежьими и боковыми трендами

Боковые и медвежьи рынки отличаются друг от друга. Это различие редко проводится, но имеет большое значение. Рынки с боковым трендом представляют собой уникальную инвестиционную возможность и, как видно на рисунке 1.1, в предыдущем столетии наблюдались гораздо чаще. Из 100 лет, с 1900 по 2000 г., они занимали больше половины времени.

На боковых рынках происходит снижение коэффициентов «цена/прибыль» (Р/Е), в то время как на медвежьих снижаются не только коэффициенты Р/Е, но и *прибыль Е*.

Боковые рынки еще называют рынками возврата – инвесторы возвращают в виде снижающихся коэффициентов Р/Е чрезмерные доходы, которые они до этого получили на бычьем рынке.

Причиной медвежьего рынка, такого как, например, в Японии, является переоцененность акций (что также основная черта бокового рынка) в сочетании с длительными экономическими трудностями. Высокие коэффициенты Р/Е одновременно с бедственным финансовым положением – смертельная комбинация. Экономические проблемы (неконтролируемая инфляция, серьезная дефляция, незначительный рост экономики и доходов или их снижение) подрывают оптимизм инвесторов. Они рассчитывают, что экономика (и акции) продолжит развиваться темпами выше средних, но их рост замедляется и опускается ниже среднего. Начинается медвежий рынок.

Экономический рост – это тот показатель, который позволяет отличить боковой рынок от медвежьего. Однако он не играет особой роли, если речь идет о разграничении бокового и бычьего рынков. Существенным фактором в этом случае является рыночная оценка компании.

В краткосрочной перспективе экономический рост может и ускоряться, и замедляться как во время бычьего, так и во время бокового рынка, усиливая промежуточную волатильность курсов. Зачастую именно экономическим развитием объясняются относительно короткие (циклические) бычьи, медвежьи и боковые рынки. Однако в долгосрочной перспективе экономический рост довольно стабилен во время и боковых, и бычьих рынков.

Как показано на рисунке 1.1, в XX в. бычьи рынки начинались после изнурительного бокового движения курсов или после их резкого снижения (Великой депрессии). Во всех случаях они начинались, когда коэффициенты Р/Е становились существенно ниже средних значений и экономический рост был на обычном уровне, не выше и не ниже, чем во время боковых рынков.

Достаточно ли изучить период в 100 лет?

В первой части книги я буду исследовать данные по фондовому рынку США за XX в. Достаточно ли изучить период в 100 лет? Можно ли прийти к статистически значимым выводам, проанализировав лишь три рынка с боковым трендом, один медвежий и три бычьих (в том числе бычий рынок, начавшийся после краха 1929 г.)? Нет, нельзя.

Поэтому давайте возьмем еще 100 лет. В своей книге «Циклы фондового рынка» (Stock Cycles, iUniverse, 2000) Майкл Александер анализирует рыночные циклы на фондовом рынке с 1802 по 2000 г. Поскольку на рисунке 1.1 уже отражено поведение фондового рынка с 1900 по 2006 г., на рисунке 1.2 я покажу лишь реальную (с учетом инфляции) доходность

акций американских компаний в зависимости от рыночного цикла в период с 1802 по 1906 г., используя сведения, собранные М. Александером. Таким образом, у нас есть данные еще за 100 лет. И мы снова видим, что в XIX в. за бычьими рынками следуют рынки с боковым (или нисходящим) трендом.

Одна небольшая деталь: М. Александер в своей книге не делает различий между боковыми и медвежьими рынками, однако я буду придерживаться своего определения бокового рынка, поскольку ни в один из рассмотренных периодов доходность акций не позволяла с абсолютной уверенностью говорить о медвежьем рынке.

Достаточно ли изучить период в 200 лет? Это лучше, чем 100, но и два века – недостаточно долгий срок с точки зрения статистики. Ученые скажут, что к статистически значимым выводам можно прийти, изучив данные по фондовому рынку за тысячи лет. К сожалению, у нас нет такого богатства. В этой книге я не пытаюсь доказать, что рынки с боковым трендом всегда начинаются после бычьих рынков, – у меня просто нет для этого статистически значимых данных.

Но независимо от того, насколько изменился мир вокруг нас, по сути, он остался прежним. Неважно, как совершается сделка: с помощью телеграммы, как было в начале XIX в., или онлайн-брокера и программы, больше похожей на компьютерную игру, как это происходит сейчас, – ее по-прежнему совершает человек. А все люди обладают стандартной эмоциональной «экипировкой», которую в определенной мере можно предугадать.

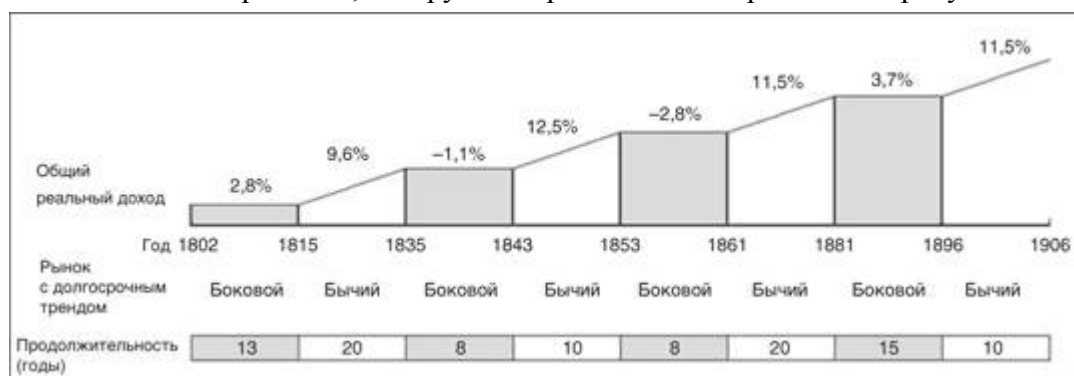


Рис. 1.2. Поведение фондового рынка, 1802–906 гг.

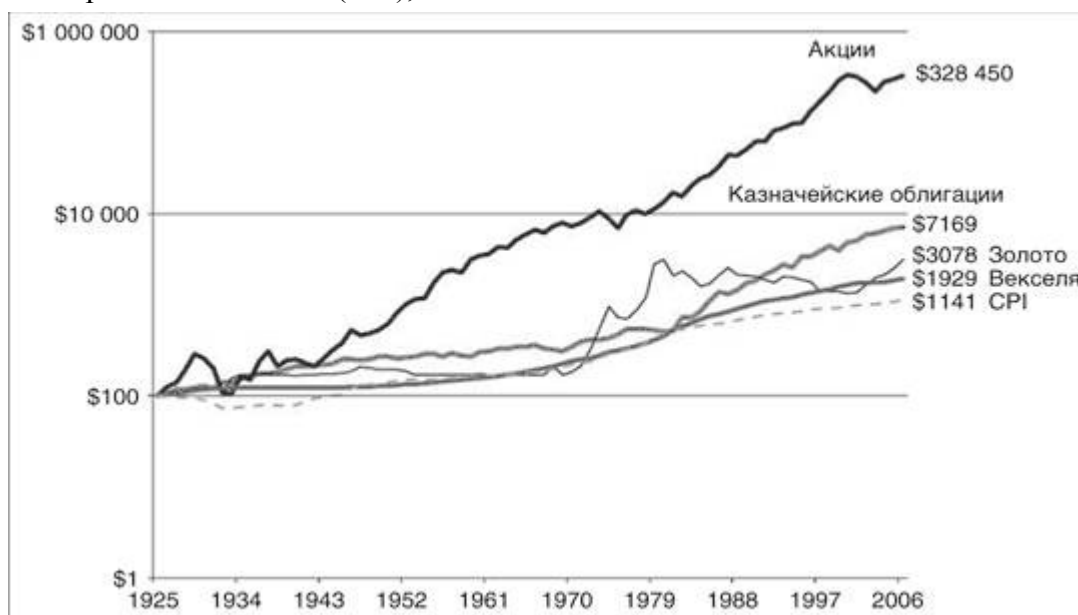
Человеческие эмоции и, следовательно, долгосрочные рыночные тренды остаются неизменными. С годами мы становимся образованнее и получаем доступ к более сложным, быстрым и эффективным финансовым инструментам. В нашем распоряжении находится несметное количество информации, высокие объем и скорость поступления которой всего лишь десять лет назад были привилегией избранных. Но несмотря на это, человеческая натура ничуть не изменилась за последние 10, 20, 50 или 100 лет. Неважно, насколько изощренные методы мы будем использовать. В любом случае мы останемся всего лишь людьми, если только новые технологии не лишат нас эмоций. Ситуация на рынках и дальше будет зависеть от человеческих переживаний, если только мы целиком не поручим инвестирование компьютерам. Эмоции – это плата и одновременно награда за право называться человеком.

Акции выиграли марафонский забег

В столетнем инвестиционном марафоне, который состоялся в XX в., акции американских компаний стали безусловными победителями, оставив золото и облигации глотать пыль позади себя. Эта гонка была не из легких. Акции пережили Первую мировую войну; всемирную эпидемию гриппа, которая убила более полумиллиона американцев и свыше 20 мил-

лионов людей по всему миру; Великую депрессию; внезапное нападение на Перл-Харбор и последующее вступление США во Вторую мировую войну; войну в Корее; Карибский кризис (в результате которого чуть не началась ядерная война между Соединенными Штатами и СССР); убийство Джона Кеннеди; войну во Вьетнаме; импичмент президенту; нефтяной кризис; одну холодную войну; две войны в Персидском заливе (ладно, будем соблюдать историческую точность: вторая война началась в 2003 г., т. е. в XXI в.); террористические акты; многочисленные стихийные бедствия и много чего еще.

Как видно на рисунке 1.3, хотя акции проиграли золоту и облигациям несколько коротких забегов, их преимущество на длинной дистанции неоспоримо. Вложенные в акции в конце 1925 г. \$100 к концу 2006 г. превратились бы в \$328 450, что намного больше \$7169 и \$3078, которые получил бы инвестор, вложив свои деньги в казначейские облигации и золото соответственно. Их доходность едва успевала за инфляцией, измеряемой с помощью индекса потребительских цен (CPI), и за доходностью казначейских векселей.



Источник: Robert J. Shiller – Stocks (S&P 500), CPI; Ibbotson Associates – Treasury bonds and bills

Облигации, хотя и с огромным отставанием, оказались на втором месте после акций. В отличие от акций, потенциальная доходность которых не ограничена, поток денежных средств от облигаций (и в значительной степени их доходность) предопределен договором и имеет максимальное денежное выражение. Если компания не объявляет дефолт по процентным платежам и платежам в счет основной суммы долга, потоки денежных средств от облигаций не зависят от ее рентабельности. Увеличение прибыли компании может привести к существенному росту курса ее акций, но, несмотря на это, доход держателей облигаций останется неизменным.

С точки зрения риска невыполнения обязательств облигации – менее рискованный инвестиционный инструмент, чем акции. В случае банкротства держатели облигаций в первую очередь получают выплаты за счет активов компании, в то время как акционеры могут потерять весь инвестированный капитал. Инвесторы в облигации могут вернуть все свои вложения или их часть в зависимости от старшинства ценных бумаг (очередности погашения долга) и тяжести банкротства.

В своей книге «Акции для долгосрочной игры» Джереми Сигель (Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run*) проделал огромную работу, изучив доходность акций и облигаций с 1802 по 2001 г. Вот что он писал:

Начиная с 1802 г. по итогам каждых пяти лет акции с наихудшей динамикой курсов (–11 % в год) приносили инвесторам за период владения чуть меньший доход, чем облигации и векселя с самой низкой доходностью. Более того, по итогам 10 лет самые невыгодные акции оказались более доходными, чем самые невыгодные облигации и векселя... Существенно и то, что акции, в отличие от инструментов с фиксированным доходом, никогда не приносили инвесторам убытков по итогам периода владения в 17 и более лет... Очевидно, что самым безопасным инструментом долгосрочного инвестирования, способным сохранить покупательную способность капитала, был диверсифицированный портфель обыкновенных акций... При 10-летнем инвестиционном горизонте акции побеждали инструменты с фиксированным доходом более 80 % времени, при горизонтах в 30 лет – практически 100 % времени¹.

Акции зарубежных компаний тоже отличились

В XX в. устойчивость и высокая доходность акций наблюдались не только в Соединенных Штатах. Как показывают данные за 1926–2001 гг., собранные Джереми Сигелем в книге «Акции для долгосрочной игры», реальная доходность акций была довольно стабильной и колебалась в пределах от 6 до 7 % в США, Великобритании и Германии. В других промышленно развитых странах акции тоже выиграли марафонский забег, преодолев колоссальные препятствия. После начала Второй мировой войны бумаги немецких компаний обесценились более чем на 90 % с учетом инфляции, но к 1958 г. инвесторы, продолжавшие держать бумаги, вернули свои вложения.

Япония – союзник Германии во Второй мировой войне – тоже пережила спад, а затем небывалый подъем. Во время и после войны акции японских компаний потеряли 98 % реальной стоимости. Однако, несмотря на то что два крупнейших города страны были стерты с лица земли в результате ядерных бомбардировок, а также на последующую гиперинфляцию, японские акции вернули свою стоимость, поднявшись на довоенный уровень к началу 1960-х гг. Реальная доходность японских ЦБ в этот период составляла 2,39 % в долларовом выражении, однако она была существенно занижена, поскольку в XX в. курс японской иены по отношению к доллару США постепенно снижался. Если бы реальная доходность японских акций измерялась в иенах, то она была бы выше доходности акций американских компаний².

Инвесторам в облигации повезло гораздо меньше. По данным Джереми Сигеля, ни в Японии, ни в Германии они не вернули реальную стоимость своих первоначальных вложений. Немецкие облигации почти не восстановили свою реальную стоимость, которую потеряли из-за гиперинфляции. Проблемы начались в 1919 г., вскоре после окончания Первой мировой войны, когда в результате подписания Версальского договора Германии пришлось выплачивать большие репарации странам-победительницам. На тот момент немецкая экономика была слабой, в стране не было денег. Чтобы выплатить репарации и восстановить экономику, немецкое правительство стало печатать деньги. Однако в обществе в них не верили, и началась гиперинфляция. Цены росли на несколько миллионов процентов в месяц (они удваивались каждые 49 часов)³.

В Японии инфляция началась в 1939 г., когда правительство, лишившись своего основного источника доходов в оккупированном японскими войсками восточном Китае, стало печатать больше денег, чтобы покрыть растущие расходы на военные операции. Японским инвесторам в облигации повезло больше, чем их немецким коллегам, но ненамного. Они

вернули часть реальной стоимости своих вложений, которую потеряли из-за гиперинфляции, начавшейся во время Второй мировой войны⁴.

Почему акции превзошли по доходности облигации? Будет ли так продолжаться и дальше? Скорее всего, асимметричное соотношение риска и доходности поможет акциям и в будущем лидировать в инвестиционном забеге. Строго очерченная степень риска (инвесторы могут потерять не более 100 % своих вложений, как при инвестировании в облигации и золото, при условии, что они не использовали кредитное плечо) и неограниченный потенциал прироста капитала в сочетании с человеческой изобретательностью и здоровой жадностью приведут к тому, что и в XXI в. акции будут доминировать над остальными классами активов. Вспомните, что сказал Гордон Гекко в фильме «Уолл-стрит»: «Жадность – это хорошо».

Засияет ли золото снова?

Золото – это важный, но очень специфичный класс активов, который соревнуется по доходности с акциями и облигациями. И хотя оно относится к группе сырьевых активов, в этом разделе я бы хотел вкратце на нем остановиться. В отличие от акций и облигаций, золото – ограниченный ресурс, который обладает такими привлекательными характеристиками, как долговечность и стойкость к окислению, – оно просто никогда не перестает сиять. На самом деле все еще нас окружает большая часть добытого когда-либо золота. Его выставляют в музеях, носят в виде ювелирных украшений и глубоко прячут в банковских хранилищах. Питер Бернштейн в своей книге «Власть золота»² написал следующее:

Несмотря на свою непреодолимую притягательность, по сути своей, золото – поразительно простой металл. Его химический символ Au происходит от латинского aurora, что значит «утренняя заря», однако вопреки утонченному названию золото химически инертно. Это объясняет, почему оно никогда не перестает сиять. В Каире хранится зубной мост из золота, изготовленный для египтянина 4500 лет назад; он в таком хорошем состоянии, что его можно использовать и сегодня... Устойчивое сопротивление к окислению, необычайная плотность и хорошая ковкость – эти простые природные свойства объясняют романтический ореол, существующий вокруг золота⁵.

Несмотря на свои уникальные свойства, золото никогда не было хорошим способом инвестировать капитал. За последние 100 и 200 лет доходность вложений в этот металл едва успевала за инфляцией. Стоимость золота практически не коррелируется с курсами акций (большую часть времени они изменяются независимо друг от друга), что является положительным моментом с точки зрения формирования инвестиционного портфеля, поскольку диверсификация вложений с помощью золота помогает уменьшить колебания портфельной доходности (волатильность).

Однако инвесторам это преимущество обходится дорого, так как золото существенно сокращает скорректированную на риск доходность портфеля: мизерная рентабельность инвестиций сводит на нет преимущества, которые получает портфель в результате уменьшения волатильности⁶.

Тем не менее у золота есть один неоспоримый плюс: оно материально! Вы можете взять его в руки, прикоснуться к нему и полюбоваться его сиянием. Кажется, что подобная осязаемость делает золото невосприимчивым к капризам политической обстановки, при-

² Бернштейн П. Власть золота: История наваждения. – М.: Олимп-Бизнес, 2004.

роды и времени в отличие от бумажных активов, таких как акции и облигации. Физические свойства золота привлекают инвесторов во времена экономической нестабильности, и поэтому в экономике и обществе оно выполняет особую функцию – стабилизирующую. Золото дает чувство уверенности.

Инвестор, считающий этот металл наиболее надежным инструментом капиталовложений (так называемый «золотой жук»), часто разделяет какую-либо интерпретацию идеи, суть которой состоит в следующем: «Оказавшись в подземном бункере (здесь подходит любой вариант развития событий по типу “конец света”), вы не сможете купить еду за бумагу – акционерный или облигационный сертификат (в действительности большую часть времени они существуют в виде байтов и битов)». Однако с помощью материальных активов, таких как золото, это возможно. Если события будут развиваться именно по такому сценарию (да простит меня Бог), золото фактически станет основной валютой. Поэтому вам нужно им запастись и хранить его в своем сейфе или закопать на заднем дворе. Управляя портфельным риском, предусмотрительный инвестор также вложит капитал в широкий арсенал оружия, поскольку после того, как государственные облигации перестанут обращаться на фондовом рынке, власть закона тоже сойдет на нет. Золото, которое купил ваш брокер или которым вы владеете, приобретя акции золотодобывающих компаний или паи торгуемых на бирже индексных фондов (ETF), вас не спасет: эти байты и биты ничем не отличаются от байтов и битов без риска неисполнения обязательств (например, ценных бумаг Казначейства США). На самом деле более надежным средством сбережения на случай «конца света» будут консервы.

В результате все большей глобализации и усложнения финансовой системы, стремительного распространения международной торговли и появления безрисковых инвестиционных инструментов, которые не существовали во время предыдущих экономических кризисов, поведение инвесторов в тяжелые для экономики времена могло измениться. Такие финансовые инструменты, как текущие и депозитные счета, застрахованные Федеральной корпорацией страхования депозитов (ФКСД), казначейские векселя и защищенные от инфляции казначейские ценные бумаги (Treasury inflation-protected securities, TIPS), могут отобрать у золота статус самого безопасного инструмента во время инфляционного кризиса.

Новый конкурент золота

В будущем основным соперником золота в борьбе за статус самого надежного средства сбережения могут оказаться TIPS. Помимо того, что они выпускаются Казначейством США и, следовательно, выполнение обязательств по ним полностью гарантируется правительством Соединенных Штатов, TIPS также защищают инвесторов от инфляции, а это одно из наиболее ценных качеств золота. Номинал защищенных от инфляции казначейских ценных бумаг привязан к CPI: во время инфляции номинальная стоимость TIPS увеличивается, а во время дефляции она падает. При наступлении срока платежа по ценной бумаге инвестору выплачивается ее первоначальная или скорректированная с учетом инфляции стоимость – в зависимости от того, что больше.

Хотя TIPS обладают более привлекательными финансовыми характеристиками по сравнению с золотом, им все же недостает одного из самых весомых свойств этого актива – осязаемости. В конечном счете они представляют собой не что иное, как байты и биты в компьютере брокерской фирмы или банка и бумагу, лежащую в сейфе. Кроме того, инфляционная составляющая, которая учитывается в цене TIPS, рассчитывается на основе индекса потребительских цен, вычисляемого в свою очередь правительством США. Многие инвесторы полагают, что методика подсчета CPI устарела и что индекс постоянно занижает инфляцию.

Стоимость любого актива, создающего денежный поток (например, акции или облигации), можно оценить по денежным потокам, которые, как ожидается, этот актив создаст в будущем. Спрогнозировать цены на золото чрезвычайно трудно, поскольку оно не создает потока денежных средств. Фактически золото обладает отрицательной доходностью (стоимостью поддержания инвестиционной позиции), оно требует вложения денежных средств (содержание сейфа и транспортировка стоят денег). В то же время TIPS, а также любые облигации и дивидендные акции обладают положительной доходностью: владея ими, инвестор получает прибыль.

Золото также считается хорошим инструментом хеджирования валютных рисков, особенно среди инвесторов на американском рынке, которых беспокоит снижение курса доллара США. Однако и здесь финансовая смекалка лишает золото его исключительного статуса, обеспечивая инвесторов инструментами, которые не существовали еще несколько десятилетий назад. Чтобы защититься от падающего доллара, инвесторы могут приобретать валютные фьючерсы и опционы, паи взаимного фонда, стоимость которых выражена в иностранной валюте, и депозитные сертификаты (certificates of deposit, CDs); они могут покупать акции зарубежных компаний на зарубежных фондовых биржах или с помощью американских депозитарных расписок (American depositary receipts, ADRs); и, конечно, в их распоряжении есть один из новейших инструментов – торгуемые на бирже индексные валютные фонды (ETFs).

Как в долгосрочной, так и в краткосрочной перспективе цены на золото определяются человеческим страхом перед концом света и ожиданиями инвесторов относительно будущей инфляции. И хотя золото нашло определенное применение в промышленности (для изготовления ювелирных изделий, в стоматологии, компьютерной технике, реактивных двигателях, электронике, как сверхпроводник и т. д.), связать его внутреннюю стоимость напрямую с ценой сложно. То, как инвесторы воспринимают способность золота сохранять реальную стоимость (особенно в условиях инфляции), является ключевым фактором, определяющим цену на этот металл. Пока люди будут считать золото надежным способом инвестирования в ситуации экономической неопределенности, оно будет выступать в этой роли.

Следует отметить, что недавно исключительный статус золота как оптимального инвестиционного инструмента во времена страха и неопределенности был подорван другими, названными выше, не менее эффективными финансовыми инструментами, которые нередко превосходят золото по своим характеристикам.

Иллюзия длинного забега (марафона)

Поднимитесь в космос, и Земля потеряет для вас свои привычные очертания: Гималаи станут плоскими, Большой Каньон покажется не глубже канавы... [Глядя из космоса], вы вряд ли заметите, если заметите вообще, резкие географические и экономические различия, с которыми можно столкнуться, путешествуя по земной поверхности... Взглянув на фондовый рынок в долгосрочной перспективе, скажем за 50 или 75 лет, вы увидите прекрасное место, площадку для беспроигрышных инвестиций. Однако долгосрочный рыночный рост скрывает реальность, с которой сталкивается почти каждый инвестор.

Эд Истерлинг. «Неожиданная прибыль» (Ed Easterling, *Unexpected Returns*, Cypress House, 2005)

Глядя на феноменальную доходность акций в XX в., трудно избавиться от чувства спокойствия и уверенности в их дальнейшем росте. Они стали бесспорными чемпионами мара-

фонского забега в прошлом столетии. Но, как и в случае с Землей, если судить о прошлом только по итогам больших временных отрезков, то можно получить искаженное представление об инвестировании и выбрать ошибочный путь, поскольку с большого расстояния суровая инвестиционная действительность часто выглядит обманчиво благополучной.

В XIX и XX вв. средняя реальная (с учетом инфляции) доходность акций составляла около 7 %, а инфляция – 3–4 % (номинальная доходность, без учета инфляции, равнялась примерно 10–11 % в год). Учебники по финансовому делу, профессора самых престижных и не очень престижных учебных заведений США, ряд экспертов по инвестициям – все они учили инвесторов, что в долгосрочной перспективе среднюю растущую доходность можно получить на любом рынке, при любой оценке акций и временном горизонте инвестиций и в любое время. Но, как мы скоро узнаем, все не так просто.

Может быть, экономика США и вступает в «золотую» эпоху процветания (а может быть, нет). Однако есть вероятность, что инвесторов, которые ждут от своих инвестиций средней доходности, наблюдавшейся в прошлом столетии, постигнет разочарование, потому что средние значения повторяются намного реже, чем нам об этом говорят. И вопреки сложившемуся мнению, сильный рост экономики не всегда означает положительную доходность на фондовом рынке.

Доходы на фондовом рынке в значительной степени зависят от первоначальной оценки акций (коэффициента P/E) на момент инвестирования.

За длительными периодами, когда доходы от акций выше средних (бычьими рынками), обычно следуют периоды такой же продолжительности, когда доходы ниже средних (боковые рынки). Вот так и появляются средние значения.

Об этом необходимо помнить, если вы используете пассивную стратегию управления портфелем и исходите из того, что долгосрочная ставка реальной доходности ваших инвестиций составит 7 %, а номинальной – 10–11 %. Столкнувшись с жестокой действительностью боковых рынков, вы, вероятно, будете разочарованы.

Давайте рассмотрим четыре рыночных цикла, которые наблюдались с 1937 по 2000 г.: два бычьих рынка и два боковых. Мы не будем брать во внимание период до и после Великой депрессии, поскольку она оказала колоссальное влияние на инвестиционные принципы поколения, которое ее пережило. На сегодняшнем рынке такое поведения присуще незначительному меньшинству инвесторов. В указанный период боковые рынки длились в среднем около 15 лет, и за это время общая номинальная доходность акций составила 5,5 % за год, а реальная – 0,6 %. Бычьи рынки продолжались немного дольше – около 17 лет, и консервативные инвесторы получили за это время огромные доходы: 16,3 % – в номинальном выражении и 13,8 % – в реальном.

Как показано на рисунке 1.4, если бы средние значения, характерные для 1937–2000 гг. (двух боковых и двух бычьих рынков), повторились в будущем, то инвестору, который на начало среднестатистического рынка с долгосрочным боковым трендом купил долю в индексном фонде акций или имеет портфель акций широкого рынка, пришлось бы ждать 32 года, чтобы получить среднюю долгосрочную доходность в реальном выражении. Если бы этот же инвестор вложил капитал на более короткий срок, скажем на 15 или 20 лет, то общая годовая доходность оказалась бы значительно ниже по сравнению со средним ожидаемым значением: она была бы равна 0,6 и 3,75 % в реальном выражении соответственно.

То же самое наблюдалось и в 1966–2000 гг. – во время полного рыночного цикла (рис. 1.5), который состоял из бокового рынка, длившегося с 1966 по 1982 г., и бычьего рынка, продолжавшегося с 1982 по 2000 г. Однако в этот период для фондового рынка была характерна гораздо более сильная волатильность по сравнению с усредненным примером (см. рис. 1.4). Инвесторы, которые в 1966 г. купили бы акции, включенные в индекс DJIA, в расчете получить среднюю за этот период долгосрочную доходность в течение 15 или даже

20 лет, были бы разочарованы, поскольку их реальные доходы оказались бы гораздо ниже ожидаемых. На самом деле портфель акций широкого рынка, приобретенных в 1966 г., не приносил бы никаких реальных доходов в течение 16 лет, до начала бычьего рынка в конце 1982 г. – начале 1983 г. Чтобы получить годовую реальную доходность в 6,8 %, инвесторам, купившим в 1966 г. акции, включенные в какой-либо индекс широкого рынка, пришлось ждать 34 года (полный рыночный цикл).

Боковые рынки сводят на нет доходы, полученные во время бычьих рынков

Высокие доходы, полученные инвесторами во время бычьих рынков, были постепенно нейтрализованы скудными доходами, которые в дальнейшем инвесторы получали на долгосрочных боковых рынках. Если средние значения доходности, наблюдавшиеся в 1937–2000 гг., повторятся в будущем, как показано на рисунке 1.6, инвесторы, которые на конец бычьего тренда держали акции, включенные в какой-либо индекс широкого рынка (как это сделали инвесторы в 2000 г.), увидят, как доходы, которые они получили во время бычьего рынка, будут «съедены» низкой доходностью во время рынка с боковым трендом.





Рис. 1.4. Общий годовой реальный доход от акций за период с начала среднего бокового рынка до конца среднего бычьего рынка

Давайте рассмотрим последний полный рыночный цикл, который состоял из бычьего и бокового рынка и продолжался с 1950 по 1982 г. Как показано на рисунке 1.7, в 1966 г., т. е. в конце бычьего тренда 1950–1966 гг., общая реальная доходность инвестиций составляла внушительные 14 %. Если бы инвесторы продолжали по инерции придерживаться пассивной инвестиционной стратегии (которая оправдывала себя предыдущие 16 лет), то в следующие 16 лет, т. е. к концу бокового рынка 1966–1982 гг., годовая ставка доходности их инвестиционных портфелей упала бы до 6,5 %.





Рис. 1.5. Результаты инвестирования за полный рыночный цикл 1966–000 гг. и по его окончании (январь 1967 г. – январь 2006 г.)



Накопленный общий годовой реальный доход от инвестиций, сделанных в первый день бычьего рынка

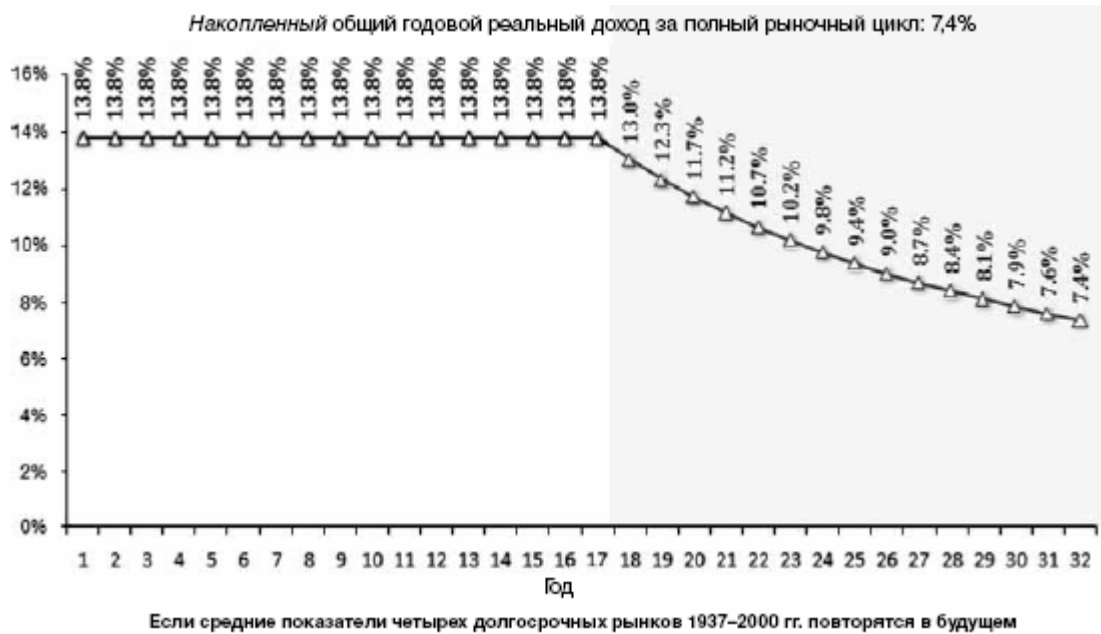
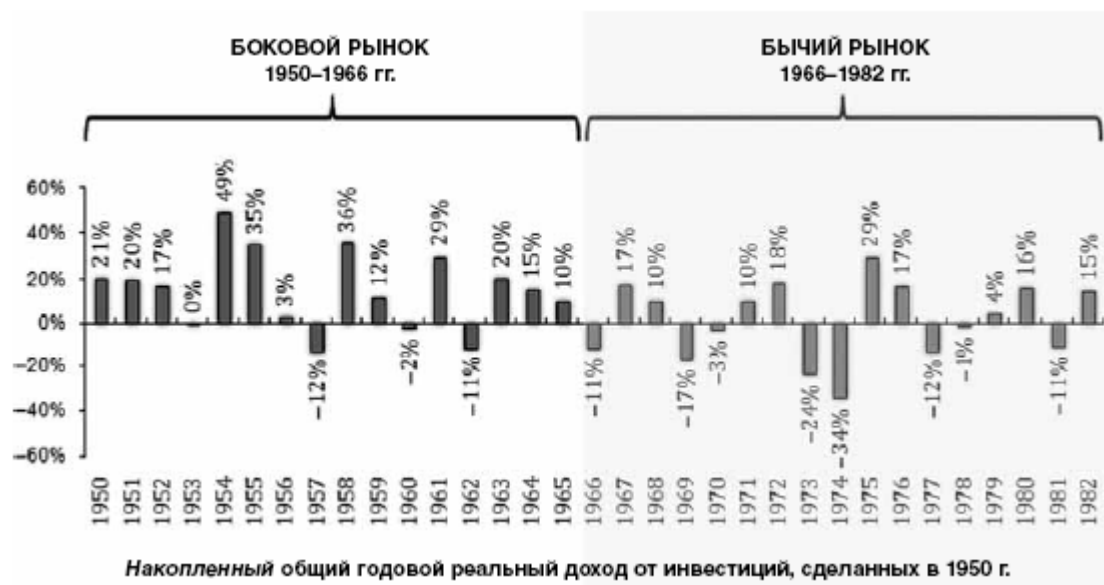


Рис. 1.6. Общий годовой реальный доход от акций за период с начала усредненного бычьего рынка до конца усредненного бокового рынка

Длинный забег может оказаться короче, чем мы думаем

Мало кто из нас может позволить себе такую роскошь, как инвестиционный горизонт продолжительностью 50 или 75 лет. Многие не планируют инвестиции и на 30 лет вперед. Инвесторам нужно оплачивать машины, дома, вторые дома, образование своих детей, свадьбы (о них тоже нельзя забывать) и, наконец, собственную пенсию.



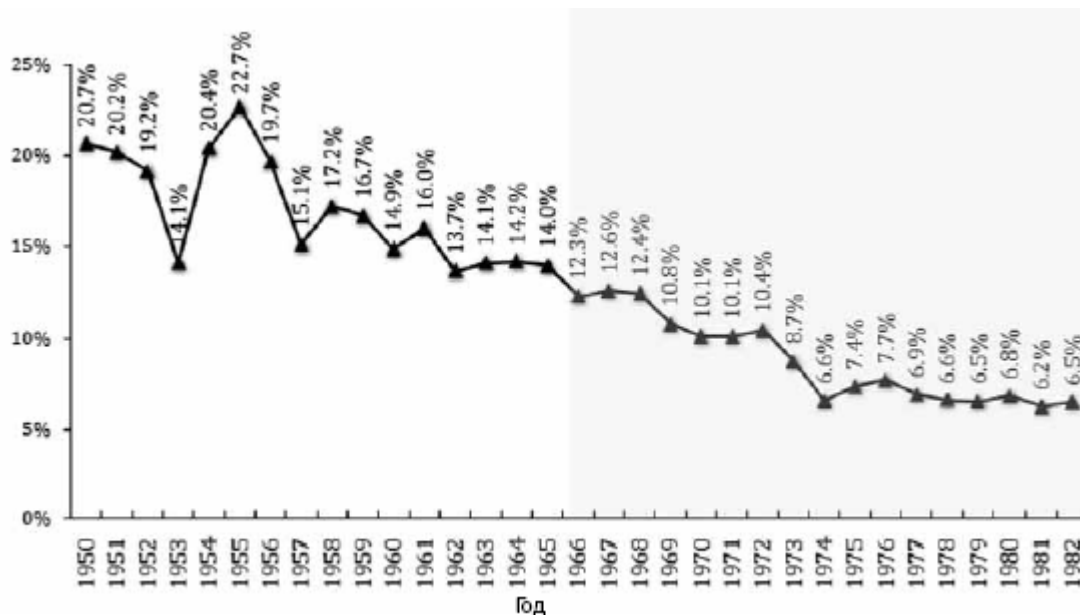


Рис. 1.7. Результаты инвестирования за полный рыночный цикл 1950–1982 гг. (декабрь 1950 г. – декабрь 1982 г.)

Более того, даже тем, кому приходится ждать 30 лет, чтобы получить от своих инвестиций среднерыночный доход, крайне сложно держать средства в определенном классе активов в течение долгого времени, мирясь с высокой волатильностью и ничтожными реальными доходами или их отсутствием в обмен на свою преданность.

Мало у кого хватает терпения подождать пару месяцев и сэкономить деньги на покупку последней технической новинки: мы оплачиваем ее по кредитной карте. Мы хотим получить все и сразу. И когда дело доходит до инвестиций, наше поведение почти не меняется. В компании Dalbar Inc., которая специализируется на рыночных исследованиях и присвоении рейтингов, по результатам исследования, охватившего период с 1984 по 2002 г., пришли к следующему выводу:

«Движимые жадностью и страхом, инвесторы вкладывают крупные суммы в фонды акций, когда рынок на подъеме, и спешат продать активы, когда он падает. Среднестатистический инвестор взаимного фонда акций ежегодно зарабатывал жалкие 2,57 %, в то время как в течение последних 19 лет инфляция составляла 3,14 %, а ежегодная доходность индекса S&P 500 – 12,22 %. Среднестатистический инвестор в инструменты с фиксированным доходом зарабатывал 4,24 % в год, в то время как доходность индекса долгосрочных государственных облигаций была равна 11,7 %»⁷.

С января 1984 г. по декабрь 2002 г. – в период, изученный Dalbar Inc., – инвесторы получили доход, который был существенно ниже доходности индексов широкого рынка. Средняя доходность взаимного фонда после вычета всех комиссионных сборов, измеряемая индексом Lipper 1000 (в котором учитывается 1000 крупнейших фондов акций в США), почти на 2 % уступала доходности индекса S&P 500, составившей в этот период 10,6 %. Ужасно то, что инвесторы взаимных фондов (но отнюдь не фонды, в которые они вкладывали деньги) получили доходов даже меньше, чем держатели казначейских векселей, заработавшие за этот же срок 5,5 %.

Как показано на рисунке 1.8, инвестор, вложивший 31 декабря 1983 г. \$100 в S&P 500, во взаимный фонд акций (включенный в индекс Lipper 1000) или в казначейские векселя, к

31 декабря 2002 г. заработал бы \$906, \$672 и \$276 соответственно, в отличие от среднестатистического инвестора в фонд акций, который, вложив эти же деньги, заработал бы \$155.

Нетерпеливость и ненасытное желание мгновенно получить прибыль привели к тому, что вложения многих инвесторов принесли гораздо меньше доходов по сравнению с рыночными индексами и взаимными фондами, в которые они вкладывали средства. Что удивительно, исследование Dalbar Inc. охватило один из самых выдающихся и продолжительных бычьих рынков в XX в. Во время рынка с долгосрочным боковым трендом доходы инвесторов, скорее всего, будут гораздо ниже, так как для боковых рынков характерны горизонтальное движение курсов и высокая волатильность, которая равномерно распределена в обоих направлениях (подробнее см. в следующей главе).

Даже если инвесторы решают держать средства в одном активе очень долго, у большинства из них не хватает терпения выдержать заданный срок. Чтобы придерживаться одной стратегии в течение долгого времени, инвесторам нужно постоянно видеть, что их инвестиции приносят доходы, и именно в этом мы постараемся помочь читателю в данной книге.

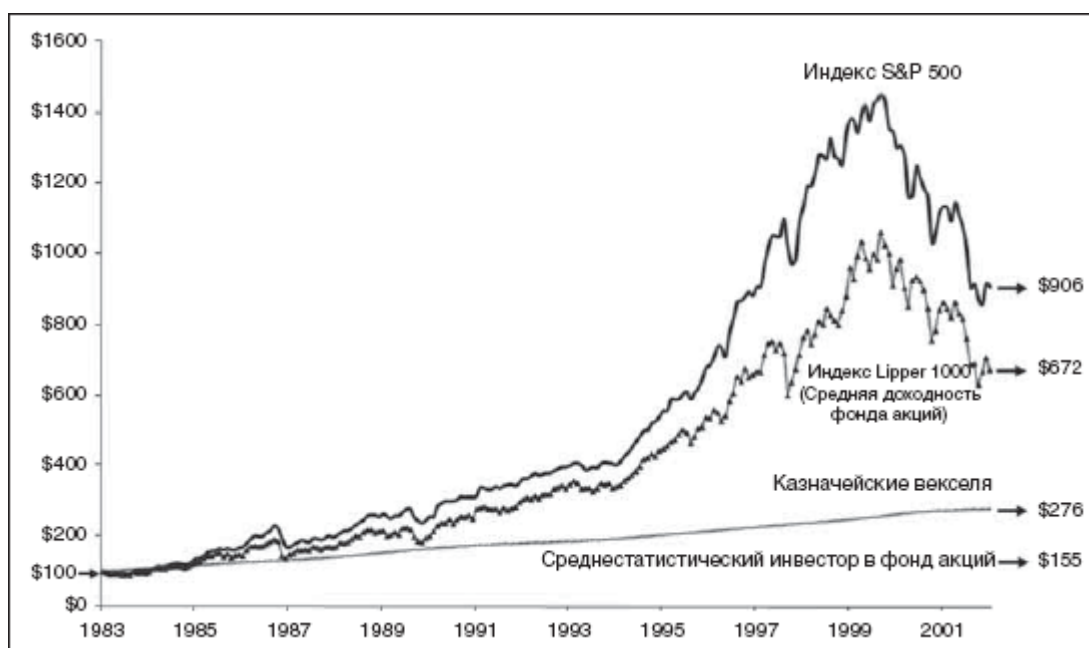


Рис. 1.8. Доходы, полученные среднестатистическим инвестором в фонд акций, по сравнению с доходностью S&P 500, средней доходностью фонда акций и казначейских векселей (1984–2002 гг.)

Источник: Индекс Lipper 1000 – Lipper Inc.; акции (S&P 500) – Роберт Шиллер; среднестатистический инвестор в фонд акций – Dalbar Inc.; казначейские векселя – Ibbotson Associates

Глава 2 Эмоции на долгосрочном бычьем, медвежьем и боковом рынках

После нескольких месяцев отчаяния Ливермор наконец нашел в себе силы проанализировать свои действия, чтобы понять, какую именно ошибку он допустил. На этот раз ему пришлось заглянуть внутрь себя и разобраться в своих чувствах и эмоциях... Почему он позволил себе с такой легкостью отказаться от всех своих принципов биржевой игры, от созданных им самим теорий и закономерностей, которые ему удалось постичь с таким трудом? Необдуманное поведение привело его к финансовому и моральному краху. Почему он так поступил? Теперь он наконец осознал, что причиной всему было его тщеславие, его раздутое эго... Одержанная им невероятная победа, когда он за один день заработал более миллиона долларов, подкосила его. Он мог стойко перенести любое поражение – ведь он повидал их немало, – но оказался не в состоянии справиться с обрушившимся на него успехом.

Ричард Смиттен (Jesse Livermore: The World's Greatest Stock Trader)³

Эта глава посвящена эмоциональному состоянию инвесторов на бычьем, медвежьем и боковом рынках. Как упоминалось в главе 1, эмоциональная составляющая имеет большое значение, поскольку, по нашему мнению, именно она способствует формированию долгосрочных трендов.

³ Смиттен Р. Жизнь и смерть величайшего биржевого спекулянта. – М.: Омега-Л, 2007.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

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

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