

# Содержание

<b>Предисловие к русскому изданию</b> .....	9
<b>Предисловие</b> .....	11
<b>Введение</b> .....	15
<b>Глава 1. Краткая история финансов</b> .....	25
Как все начиналось .....	26
Почти «Смерть в Венеции» .....	32
Неслыханное снижение премии за риск .....	35
Резюме .....	36
<b>Глава 2. Природа зверя</b> .....	37
Пророчество вороны .....	37
История и математика .....	42
Удивительное уравнение Гордона .....	49
Дом, милый дом? .....	60
Приключения с акциями .....	63
Игра в кости с Богом .....	73
Юджин Фама тщетно ищет ангелов .....	75
Мнимые победы суперзвезд .....	78
Как Джек Богл перехитрил руководство .....	82
Лучше быть везучим, чем умным .....	90
Облигационные фонды — игра на равных .....	91
Резюме .....	92

<b>Глава 3.</b>	<b>Портфель инвестиций — каким ему быть?</b>	95
	Четыре главных правила	97
	Два этапа распределения средств	100
	Везение, взлеты и падения	111
	В погоне за радугой	115
	Резюме	120
<b>Глава 4.</b>	<b>Враг в зеркале</b>	123
	Внутренние демоны	125
	Неправильное поведение	128
	Психотерапия с оценкой	145
	Резюме	154
<b>Глава 5.</b>	<b>Грабители и кое-кто похуже</b>	155
	Самая опасная территория на свете	156
	Развлечения со взаимными фондами	163
	Резюме	171
<b>Глава 6.</b>	<b>Формирование портфеля инвестиций</b>	173
	Основы долгосрочного финансового планирования	173
	Накопление сбережений для выхода на пенсию: как это делается	176
	Как откладывать средства: усреднение издержек и усреднение объемов инвестирования	183
	Четыре инвестора — четыре плана	185
	Вопрос о перебалансировке	198
	Правильно воспитывайте своих детей	205
	Резюме	207

<b>Глава 7. Подводя итоги</b> .....	211
Теория и история инвестирования: краткий курс .....	212
Теория портфеля — все обо всем .....	213
Ваш злейший враг — это вы сами .....	213
Проигрыш при любом раскладе .....	214
Принимайтесь за дело .....	214
<b>Книги, которые вам пригодятся...</b>	
<b>Выдержанные, как хорошее вино</b> .....	217
<b>Примечания</b> .....	221
<b>Благодарности</b> .....	227
<b>Об авторе</b> .....	228



# Предисловие к русскому изданию

Профессия автора этой книги — врач-невропатолог, а его призвание — разрушение мифов об инвестициях и разоблачение инвестиционных консультантов. Последовательно двигаясь к этой цели, Уильям Бернштейн написал несколько книг для тех, кто предпочитает самостоятельно управлять личными финансами. Далеко не все способны разобраться в хитросплетениях математических формул, но его книги отличаются простотой понимания для неискушенных инвесторов.

Уильям постоянно стремится к совершенствованию себя как инвестора и как автора, а потому каждая очередная книга оказывается более приземленной и понятной широкому кругу читателей. Хотя доктор Бернштейн в большей степени считается инвестиционным теоретиком, у него под управлением находится инвестиционный фонд с активами порядка \$100 млн. Немного для профессионального управляющего, но много для управляющего любителя.

«Латинский акцент» в названии книги — *The Investor's Manifesto* — подчеркивает увлеченность автора исследованием истории финансовых рынков. Вас ждет немало исторических экскурсов и рассказов о величине процентных в Римской империи, о ссудной политике земледельцев из Малой Азии или о ситуации на Санкт-Петербургской бирже в 1914 г.

Можно рекомендовать эту книгу не только тем, кто непосредственно интересуется инвестированием средств в акции или фонды, но и тем, кто считает, что покупка квартиры в качестве пенсионного актива — это хорошая идея. Несколько простых расчетов, которые вы сможете повторить вслед за автором, возможно, убедят вас, что все не так однозначно, как вам кажется, и мерещащиеся доходы

растают, как утренний туман. Его простой и беспристрастный анализ, построенный на общедоступных данных, доказывает, что китайское чудо опасно для инвесторов и хотя экономика этой страны постоянно растет, в действительности «в период 1993–2008 гг. инвесторы теряли на китайских акциях 3,3% в год, даже реинвестируя дивиденды».

Эта книга будет интересна широкому кругу читателей — как тем, кто уже задумывается о пенсионных накоплениях, так и тем, для кого само понятие инвестиции — темный лес. И даже если в обозримом будущем вы не станете инвестором, вы сможете почерпнуть из «Манифеста» множество интересных историй, которые расширят ваш кругозор.

*Роман Калинин,*  
директор по маркетингу  
МФХ FIBO Group

# Предисловие

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

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

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

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

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

Высокие доходы требуют высокого риска. Фондовый рынок 2009 г. достаточно опасен, что дает основания для оптимизма.

Но даже если в ближайшие несколько лет акции будут приносить неплохую прибыль, результат может не оправдать наших ожиданий, если, принимая решения, мы будем паниковать из-за суматохи на рынках.

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

### *2. Кредит способен одурманить.*

Для многих из нас автокредит ассоциируется с автомобилем, ипотечная ссуда — с домом, а баланс кредитной карты — с умопомрачительным уик-эндом в Канкуне. Однако, влезая в долги, мы позволяем им полностью изничтожить наши финансы. Эта простая истина дошла до нас недавно, когда кредитный разгул истекшего десятилетия был остановлен резким падением курса акций и цен на недвижимость.

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

### *3. Собственный дом не принесет выгоды на пенсии.*

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



свою недвижимость как заготовку на черный день, на которую можно рассчитывать на пенсии.

Разумеется, выйдя на пенсию, можно продать дом и купить другой поменьше или взять обратный ипотечный кредит, чтобы высвободить часть стоимости недвижимости. Но покупка и продажа жилья — дорогое удовольствие, а обратная ипотека требует выплаты комиссионных. При этом вам нужно где-то жить, а значит, лучше рассматривать свой дом как предмет потребления, а не как помещение капитала.

#### *4. Необходимо делать сбережения. Не так ли?*

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

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

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

#### *5. Возможно, умные деньги не так уж умны.*

В начале 2000-х мы с великой завистью наблюдали за тем, как «умные деньги» (крупные профессиональные инвесторы) вкладывают средства в хеджевые фонды и рынок прямых инвестиций и делают иные капиталовложения, недоступные для простых инвесторов. При мысли об их сказочных прибылях у нас текли слюнки,

тогда как нам оставалось одно — помещать свой капитал в заурядные взаимные фонды. Фантастические прибыли? Увы, для тех, кто вложил средства в фонд Бернарда Мэдоффа и ему подобных, дело обернулось совершенно иначе.

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

*Джонатан Клементс,  
автор книги «Маленькая книжка о деньгах Главной улицы»  
(The Little Book of Main Street Money),  
июль 2009 г.*

# Введение

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

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

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

В 1934 г. отец современного стоимостного инвестирования Бенджамин Грэм написал книгу «Анализ ценных бумаг» (Security Analysis), где подробно описаны общепринятые сегодня методы оценки акций и облигаций, и ее непременно должен прочесть каждый, кто серьезно интересуется финансами. Как и любой другой многогранный и глубокий труд, она производит на читателей разное впечатление.

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

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

Когда я впервые прочел «Анализ ценных бумаг», описание рынков прошлого, на которых царил хаос, напомнило мне посредственный фильм об упадке Древнего Рима — все это было любопытно, но едва ли актуально в безмятежной атмосфере, которая царила на современной финансовой сцене.

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

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

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

Успешному инвестору необходимы четыре качества. Во-первых, он должен испытывать интерес к процессу. В этом отношении финансы ничем не отличаются от плотницкого дела, садоводства или воспитания детей. Если управление капиталом не доставляет вам удовольствия, результаты будут плачевны, а большинству людей, увы, это занятие доставляет не больше удовольствия, чем визит к стоматологу.

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

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

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

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

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

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

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

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

На самом деле любой человек с головой и руками способен выполнить самостоятельный полет на простом самолете после десятка часов обучения, а хирурги иногда шутят, что несложной аппендэктомии можно обучить и шимпанзе. (Самое трудное —

определить не как, а когда оперировать и как обращаться с пациентом до и после операции.) И все же, как свидетельствует недавний финансовый водоворот, грамотное и уверенное управление денежными средствами зачастую не под силу даже корифеям финансового дела.

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

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

На сей раз я попытался написать книгу, которая, как я надеюсь, будет доступна практически каждому, в том числе десяткам миллионов тех, кто был вынужден не по своей воле превратиться в инвестиционного менеджера. Я решил не опускать самые сложные для понимания моменты, но выделил их в особый раздел, «Немного математики», предназначенный для более подготовленных читателей: не являясь необходимыми, эти сведения тем не менее полезны для понимания процесса инвестирования.

---

\* Бернстайн У. Разумное распределение активов. — М.: Лори, 2005

## Дорожная карта

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

Во-вторых, и это куда важнее, как бы хорошо инвестор ни владел теорией инвестирования, он пропадет, если ему недостает способности хладнокровно взглянуть на происходящее и сказать: «Это кино мы уже видели, и я знаю, чем оно кончится». Достаточно небольшого примера. В 1994 г. бывший член совета директоров банка *Salomon Brothers* Джон Мериуэзер собрал группу блестящих финансовых экспертов, среди которых были нобелевские лауреаты Майрон Шоулз и Роберт Мертон, и создал компанию под названием *Long-Term Capital Management*. Он и его партнеры не только понимали математическую подоплеку своих опционных стратегий не хуже тех, кто работает на Уолл-стрит, но и нередко изобретали подобные методы сами.

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



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

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

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

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

Большинство людей так плохо управляют своим инвестиционным портфелем потому, что человеческая природа — это своеобразная чашка Петри, где создана питательная среда для всевозможных видов психопатологии. Две самые опасные для инвесторов разно-

видности — это излишняя самонадеянность и чрезмерное внимание к недавнему прошлому.

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

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

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

Далее, опрошенные рассчитывали превзойти рынок примерно на 2% (разница между показателями в первой и второй строке). Это весьма примечательно, поскольку в совокупности эти инвесторы и являются рынком. Более того, среднестатистический инвестор не выходит даже на уровень рыночной доходности, а расходы, которые он несет, делают доходность его портфеля еще ниже. За несколько десятков лет такая медленная утечка средств способна истощить любой портфель.

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

Американские инвесторы оказались не только до смешного самонадеянными — они не осознавали, что их сбивали с толку не-

давние доходы. Ожидаемые показатели были чрезвычайно преувеличены в свете высокой доходности во время экономического бума 1990-х, когда любой ловкач мог зарабатывать 20% в год, хотя этот период длился не слишком долго.

Однако долгосрочные данные о среднерыночной доходности говорят о том, что ее нормальный уровень составляет 10%, а в основном признанные методы оценки доходности рынка в будущем обозначают еще более низкие показатели. Беда в том, что прогнозы инвесторов меняются в *той же* направлении, что и цены на бирже, хотя элементарная логика подсказывает обратное.

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

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

Эта книга нечто вроде руководства по управлению спасательной шлюпкой. Десятки миллионов американцев и сотни миллионов людей в других странах оказались выброшенными в бурное море инвестиций. Сейчас эти воды более опасны, чем когда-либо ранее, однако причудливая логика финансового дела говорит о том, что при этом они могут принести немалые прибыли. Я надеюсь, что сведения, которые читатели почерпнут из этой книги, помогут им благополучно добраться до берега.

*Уильям Бернстайн  
Норт-Бенд, Орегон*



# 1 Г Л А В А

## Краткая история финансов

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

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

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

Увидев озадаченное выражение моего лица, он пояснил:

— Возможно, премия за риск по акциям все еще завышена, и это означает, что цены вернутся к среднему, а значит, инвесторы глупы. Но за последние десять лет премия за риск по акциям стала значительно ниже, и это говорит о том, что цены не вернутся к среднему, а инвесторы умны.

Что он имел в виду и почему этот вопрос был так важен?

Поскольку мой друг обладает недюжинным умом и занимается финансами всю свою сознательную жизнь, мне придется перевести его вопрос на простой язык. «В прошлом акции обладали высокой доходностью, поскольку их держатели несли действительно высокий риск. Но сегодня акции так дороги, что есть только два

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

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

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

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

## Как все начиналось

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

С начала человеческой цивилизации потребители покупали продукты у земледельцев и торговцев, и при этом первые, вторые и третьи нуждались в ссудном капитале. Тексты на первых клинописных табличках, найденных на территории Месопотамии, где расположен нынешний Ирак, в основном посвящены производству и ком-

мерции, и в том числе кредитным операциям. Простые люди брали ссуды, чтобы купить еду и иметь крышу над головой, фермеры использовали заемные средства, чтобы приобрести семена, орудия труда и рабов или оплатить наемный труд, а торговцы не могли обойтись без ссудного капитала, снаряжая торговые караваны и корабли и закупая товары и валюту.

Как и любой другой товар, деньги имеют свою цену. То, что мы понимаем под деньгами сегодня, — серебряные, золотые и медные монеты — было изобретено лишь в конце VII в. до н. э. жителями Лидии в Малой Азии. Но это не столь важно. Играть роль денег мог любой популярный товар. Зерно, серебряные слитки и скот успешно служили капиталом за тысячи лет до изобретения монет.

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

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

Какой из этих двух факторов — спрос и предложение или кредитный риск — был главной причиной высокой доходности инвестиций? Я считаю, что решающую роль играл дисбаланс спроса и предложения. На случай неплатежа кредиторы всегда брали

залог, а к неплательщикам применялись самые жестокие меры: у должника могли полностью конфисковать имущество или обратиться в рабство его самого и его семью. Подобные меры обеспечивали кредиторам необходимую защиту от неплатежей и тем самым увеличивали предложение капитала, который могли взять в долг бедняки. Законодательство, которое благоприятствует заемщикам в ущерб кредиторам, отбивает у последних желание давать займы и в конечном итоге идет скорее во вред, чем во благо заемщикам — таков негативный побочный эффект законодательства о банкротстве.

Однако время шло, люди постепенно богатели, капитала становилось больше, а его цена — процентная ставка — падала. В III тыс. до н. э. заемщики Шумера платили 33% в год за ссужаемое зерно и 20% — за ссуды серебром. Тысячу лет спустя самые надежные заемщики Вавилонии брали кредиты серебром под 10%. Еще через тысячу лет ставка ссудного процента у греков снизилась до 6, а в период расцвета Римской империи она упала до 4%<sup>1</sup>.

Почему я посвятил последние страницы древней истории? Ведь эта книга — об инвестировании в наши дни. *Потому что для каждого потребителя капитала существует тот или иной поставщик капитала.* Именно в этом месте на сцене появляется вы, инвестор, поставщик капитала. На финансовом языке «стоимость капитала» для его потребителей — это абсолютно то же самое, что и доходность для инвестора, и, будучи инвестором, вы можете в полной мере понять этот процесс, только оценив риски и выгоды потребителей вашего капитала.

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

С точки зрения заемщика, этот подход не столь рискован, как взятие в долг: если он разорится, то останется должен инвестору лишь долю от остаточных активов предприятия, поскольку при-



были, подлежащие распределению, отсутствуют. Однако, с точки зрения кредитора, акционерный капитал — весьма рискованный актив, поскольку шансы лишиться вложенных средств в этом случае куда выше, чем при выделении ссуды.

Более того, держатель акций обнаруживает, что вычислить потенциал роста подобных инвестиций чертовски сложно — он может оказаться как астрономическим, так и ничтожным, а убытки могут привести к полной потере средств. Сегодня для привлечения заемного капитала большинство крупных фирм обращаются в банки или выпускают акции и облигации. Приоритет при погашении долгов имеют банки и держатели облигаций. Лишь после них владельцы акций — «остаточные собственники» — получают то, что останется.

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

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

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

алистами, которым явно не хватало знания истории и экономического чутья, национализировало эту компанию<sup>2</sup>.

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

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

Вследствие этого стоимость капитала, или процентная ставка, в Англии эпохи Тюдоров была высока. Минимальные ставки для привилегированных заемщиков, которые брали кредиты под щедрый залог, колебались в пределах 10–14%, тогда как процентные ставки по ссудам для более рискованных предприятий и по кредитам короне были еще выше<sup>3</sup>. EIC, компания с туманными перспективами, не имела возможности ни привлечь заемный капитал — никто не предоставил бы ей кредит ни за какие деньги, — ни продать обычные акции. Вместо этого она была вынуждена продавать право долевой собственности в каждой из ежегодных торговых экспедиций и отдавать инвесторам весь вложенный капитал, когда корабли компании, груженные пряностями и специями, возвращались из Ост-Индии. После этого ей приходилось вновь добы-

вать средства, чтобы снарядить очередную экспедицию. Попросту говоря, EIC не имела постоянного капитала для финансирования своей текущей деятельности.

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

При этом Голландская Ост-Индская компания процветала на развитии и надежном рынке капитала Нидерландов. В конце XVI в. власти крупных провинций и частные лица, которые считались надежными заемщиками, могли взять ссуду всего под 4% годовых. Когда VOC выпустила свои первые акции, речь шла о вложении средств в ее постоянный капитал. Компания намеревалась потратить вырученные деньги по своему усмотрению, и инвесторы не рассчитывали на быстрое возвращение вложенных средств, за исключением регулярного поступления дивидендов.

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

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

Наличие долгов и акционерного капитала еще не означает, что соответствующий рынок существует. Когда в 2500 г. до н. э. в Месопотамии один земледelec ссужал другому бушель зерна, подобная операция оставалась просто соглашением между двумя частными лицами. Безусловно, такая ссуда могла считаться активом заимо-

давца, но он не имел возможности продать ее другому инвестору. Подобным образом до появления Парижской биржи владелец акций мельницы в Базакле не мог беспрепятственно продать свою долю кому-то другому, хотя, несомненно, частные лица время от времени продавали акции друг другу.

## Почти «Смерть в Венеции»

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

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

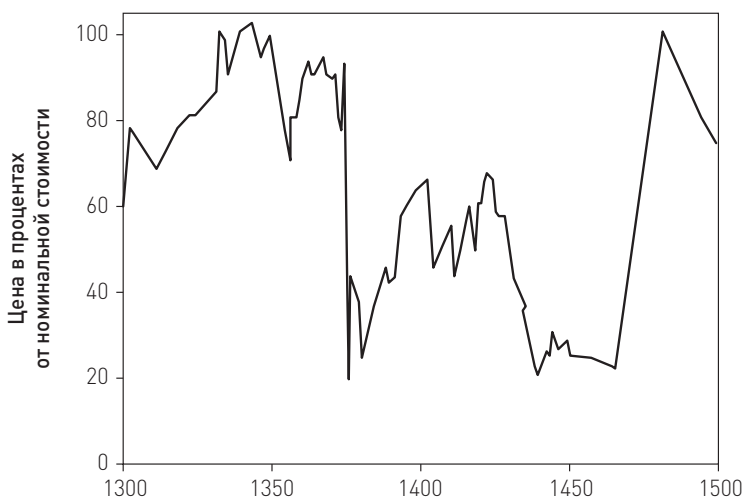
*Prestiti* представляли собой 5%-ные облигации, выпускаемые государством. Венецианское казначейство обязывало богатых граждан покупать эти ценные бумаги, что было довольно обременительно, поскольку обычная процентная ставка составляла около 6% в мирное время и 15–20% в период кризисов — а именно в эту пору казначейство чаще всего выпускало такие облигации.

Состоятельные граждане вносили основную сумму в государственную казну, которая периодически выплачивала проценты зарегистрированным владельцам облигаций. Рынок облигаций в его нынешнем виде появился на свет, когда казначейство разрешило владельцам облигаций производить перерегистрацию этих цен-

ных бумаг на другое лицо. Возможность перепродажи *prestiti* вскоре привела к формированию так называемого вторичного рынка не только в Венеции, но и в других странах.

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

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



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

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

блокаду Венеции. Последняя оказалась на волоске от поражения. В 1380 г., когда город, казалось, должен был вот-вот капитулировать, венецианцы предприняли отчаянную попытку прорвать блокаду Кьоджи, сломали волю генуэзцев и заставили их отступить<sup>4</sup>.

В дальнейшем Венеция воевала более успешно, но высокие расходы на военные действия требовали постоянного выпуска новых *prestiti*, что снижало цену последних на вторичном рынке в течение почти 100 лет, до рефинансирования долга республики в 1482 г.

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

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

И все же рынки восстанавливаются не всегда. До 1914 г., когда из-за Первой мировой войны закрылась фондовая биржа в Санкт-Петербурге, российский фондовый и облигационный рынки отличались высокой деловой активностью и пользовались признанием во всем мире. Но они так и не возобновили свою деятельность. В течение XX в. войны и политические перевороты уничтожили или по меньшей мере парализовали не только Санкт-Петербургскую биржу, но и множество других некогда активных рынков ценных

бумаг — примерами могут служить Каир, Бомбей, Буэнос-Айрес и Шанхай.

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

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

## Неслыханное снижение премии за риск

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

В 2000 г. многие финансисты почувствовали, что премия за риск по акциям снижается. К сожалению, многие из них, и в первую очередь собратья моего друга из хеджевых фондов, совершили роковую ошибку. Поскольку премии за риск уменьшились, рассуждали