

Содержание

<i>Слова благодарности</i>	7
<i>Предисловие к изданию, приуроченному к 50-й годовщине первой публикации</i>	9

Часть первая

Акции и их стоимость

1. ПРОЧНЫЙ ФУНДАМЕНТ ИЛИ ВОЗДУШНЫЕ ЗАМКИ?	27
Что такое «случайное блуждание»?	28
Инвестирование как современный образ жизни	31
Инвестиционные теории	34
Теория прочного фундамента	35
Теория воздушных замков	37
Как совершать случайные блуждания?	41
2. БЕЗУМИЕ ТОЛПЫ	42
Тюльпанное помешательство	43
Афера компании South Sea	47
Уолл-стрит садится в лужу	55
В заключение	64
3. СПЕКУЛЯТИВНЫЕ ПУЗЫРИ 1960–1990-Х ГОДОВ	65
Здравомыслие финансовых учреждений	65
Стремительные 1960-е	66
<i>Очередная «новая эра»: ажиотаж вокруг акций роста и новых выпусков ценных бумаг</i>	66
<i>Синергия генерирует энергию: бум конгломератов</i>	70

Nifty Fifty	77
Ревущие 1980-е	79
<i>Возвращение волны новых выпусков</i>	79
<i>Афера ZZZZ Best</i>	81
Что все это значит?	84
<i>Японская недвижимость и акции</i>	85
4. ЛОПНУВШИЕ ПУЗЫРИ ПЕРВЫХ ДЕСЯТИЛЕТИЙ ХХІ ВЕКА ...	90
Пузырь интернет-компаний	91
<i>Масштабный высокотехнологичный пузырь</i>	93
<i>И вновь увлечение новыми выпусками</i>	95
<i>TheGlobe.com</i>	96
<i>Слово берут аналитики</i>	98
<i>Новые методы оценки</i>	100
<i>Роль СМИ</i>	102
<i>Мошенничество губит рынок</i>	104
<i>Должны ли мы были предвидеть опасность?</i>	106
Бум и обвал на американском рынке недвижимости в начале 2000-х годов	107
<i>Новая банковская система</i>	108
<i>Размывание стандартов кредитования</i>	110
<i>Пузырь жилой недвижимости</i>	111
Пузыри и экономическая активность	114
<i>Значит ли это, что рынки неэффективны?</i>	115
Мини-пузыри акций-мемов	116
Пузырь криптовалют	119
<i>Биткойн и блокчейн</i>	119
<i>Можно ли назвать биткойны настоящими деньгами?</i>	122
<i>Можно ли назвать феномен биткойна пузырем?</i>	124
<i>Что может заставить сдуться пузырь биткойна?</i>	126
<i>Другие цифровые мини-пузыри</i>	128
Извлеченные уроки	130

Часть вторая

Как профи играют по-крупному

5. ТЕХНИЧЕСКИЙ И ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ	135
Технический анализ против фундаментального	136
О чем могут рассказать диаграммы?	138
Рациональное зерно в ценовых диаграммах	143
Почему чартинг не всегда справляется с задачей?	145
Развитие технического анализа	146
Методы фундаментального анализа	147
Три важных предостережения	156
Почему фундаментальный анализ может не справиться с задачей?	159
Комплексное использование методов фундаментального и технического анализа	161
6. ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ И ТЕОРИЯ СЛУЧАЙНЫХ БЛУЖДЕНИЙ	166
Дырявые туфли и большие амбиции	167
Существует ли инерция рынка?	169
Так что же такое «случайное блуждание»?	170
Более сложные методы технического анализа	175
<i>Система фильтров</i>	175
<i>Теория Доу</i>	176
<i>Система относительной силы</i>	177
<i>Система «цена и объем»</i>	178
<i>Толкование графических моделей</i>	178
<i>Почему трудно принять случайность происходящего?</i>	179
Иные технические методы, которые помогут расстаться с деньгами	181
<i>Юбочный индикатор</i>	181
<i>Индикатор суперкубка</i>	183
<i>Собаки Доу</i>	184
<i>Январский эффект</i>	185
<i>Еще несколько систем</i>	185
<i>Пророки технического анализа</i>	186

Отражение контратаки	188
Выводы для инвесторов	191
7. НАСКОЛЬКО ПОЛЕЗЕН ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ?	
ГИПОТЕЗА ЭФФЕКТИВНОГО РЫНКА	193
Точки зрения Уолл-стрит и ученых	194
Действительно ли фундаментальные аналитики — ясновидящие?	195
Почему замутнился хрустальный шар?	197
1. Влияние случайных событий	198
2. Искаженные данные о доходах компании, вызванные «творческим» подходом к отчетности	199
3. Некомпетентность аналитиков	202
4. Уход лучших аналитиков на биржу или в инвестиционные фонды	206
5. Конфликт интересов аналитиков и инвестиционных отделов банков	206
Насколько эффективны аналитики? Результаты деятельности взаимных фондов	210
Полусильная и сильная формы гипотезы эффективного рынка	220

Часть третья

Новые инвестиционные технологии

8. СОВРЕМЕННАЯ ПОРТФЕЛЬНАЯ ТЕОРИЯ	227
Роль риска	228
Определение риска: дисперсия доходов	229
<i>Пример: ожидаемый доход и измерение степени риска</i>	<i>230</i>
Документирование риска	233
Снижение риска — современная портфельная теория	236
Диверсификация на практике	241
9. УВЕЛИЧЕНИЕ ДОХОДОВ ЗА СЧЕТ ПОВЫШЕНИЯ РИСКА	250
Бета и систематический риск	251
Модель ценообразования капитальных активов	255

Посмотрим на результаты	262
Оценка доказательств	265
В поисках нового инструмента измерения риска: теория арбитражного ценообразования	268
Трехфакторная модель Фамы — Френча	270
Многофакторное обоснование цен на акции	271
Краткое резюме	272
10. ПОВЕДЕНЧЕСКИЕ ФИНАНСЫ	275
Иррациональное поведение индивидуальных инвесторов	278
<i>Самоуверенность</i>	279
<i>Ложные умозаключения</i>	283
<i>Стадные инстинкты</i>	287
<i>Страх перед потерями</i>	292
<i>Гордость и сожаление</i>	295
Поведенческие финансы и сбережения	297
Пределы арбитража	298
Какие уроки инвестор должен извлечь из теории поведенческих финансов?	303
1. <i>Не поддавайтесь стадному инстинкту</i>	305
2. <i>Не увлекайтесь трейдингом</i>	308
3. <i>Если уж продавать, то бесполезные, а не выигрышные акции</i>	309
4. <i>Другие образцы глупого поведения инвесторов</i>	310
Предлагает ли теория поведенческих финансов способы, как побеждать на рынке?	313
11. НОВЫЕ МЕТОДЫ СОСТАВЛЕНИЯ ПОРТФЕЛЯ: УМНАЯ БЕТА, ПАРИТЕТ РИСКОВ И ESG-ИНВЕСТИРОВАНИЕ	314
Что такое «умная бета»?	315
Четыре привлекательных «вкуса»: сильные и слабые стороны	318
1. <i>Ценность побеждает</i>	318
2. <i>Чем меньше, тем лучше</i>	322

3. Инерция фондового рынка	323
4. Одинаковый доход от акций с низкой и высокой бетой	325
5. Другие факторы	326
Что может пойти не так?	326
Стратегии сочетания факторов	329
Фонды смешанного типа на практике	331
<i>Dimensional Fund Advisors (DFA)</i>	331
<i>Research Affiliates Fundamental Index™ (RAFI)</i>	332
<i>ETF-фонд Goldman Sachs Active Beta</i>	333
<i>Равновзвешенные портфели</i>	333
Применение на практике	334
Паритет рисков	336
<i>Метод паритета рисков</i>	338
<i>Паритет рисков: использование надежных облигаций</i>	340
<i>Паритет рисков против традиционного портфеля 60/40</i>	341
<i>Всепогодный фонд Bridgewater</i>	343
<i>Что может пойти не так?</i>	344
ESG-инвестирование	347
Краткое резюме	353

Часть четвертая

Практическое руководство для любителей случайных блужданий и других инвесторов

12. ИНСТРУКЦИЯ ПО ФИТНЕСУ ДЛЯ ЛЮБИТЕЛЕЙ СЛУЧАЙНЫХ БЛУЖДАНИЙ И ДРУГИХ ИНВЕТОРОВ	357
Упражнение 1. Создайте необходимые условия	358
Упражнение 2. Не дайте застать себя врасплох: защитите себя денежными резервами и страховкой	361
<i>Денежные резервы</i>	361
<i>Страхование</i>	362
<i>Отсроченные переменные аннуитеты</i>	365

Упражнение 3. Будьте конкурентоспособны: защитайте свои сбережения от инфляции	366
<i>Взаимные фонды денежного рынка</i>	366
<i>Банковские депозитные сертификаты</i>	367
<i>Интернет-банки</i>	368
<i>Казначейские векселя</i>	368
<i>Безналоговые фонды денежного рынка</i>	369
Упражнение 4. Научитесь уворачиваться от налоговых инспекторов	370
<i>Индивидуальные пенсионные счета</i>	371
<i>Roth IRA</i>	372
<i>Пенсионные программы</i>	374
<i>Накопления для учебы в колледже: программа 529</i>	375
Упражнение 5. Убедитесь, что обувь вам впору: определитесь с целями инвестиций	381
Упражнение 6. Прогулка начинается от порога вашего дома: от ренты дряхлеют инвестиционные мышцы	388
Упражнение 7. Совершите променад по стране облигаций	390
<i>Облигации с нулевым купоном как средство получения высоких доходов в будущем</i>	392
<i>Взаимные фонды облигаций — хороший выбор для индивидуальных инвесторов</i>	393
<i>Безналоговые облигации для тех, кто платит высокие налоги</i>	394
<i>Защищенные от инфляции казначейские обязательства</i>	396
<i>Казначейские накопительные облигации серии I: лучшая альтернатива для физических лиц</i>	398
<i>Может, стоит рискнуть?</i>	399
<i>Иностранные облигации</i>	400
Упражнение 7А. Использование заменителей облигаций в эпоху финансовой репрессии	400
Упражнение 8. Золото, предметы искусства и т. п.	402

Упражнение 9. Не забывайте о комиссионных расходах	405
Упражнение 10. Избегайте выбоин и ухабов: диверсифицируйте свои инвестиции	407
Подведем итоги	408
13. БЕГ С ПРЕПЯТСТВИЯМИ: УЧЕБНИК ДЛЯ НАЧИНАЮЩИХ ИНВЕСТОРОВ. УЧИМСЯ ПРЕДСКАЗЫВАТЬ ДОХОДЫ ОТ АКЦИЙ И ОБЛИГАЦИЙ	409
Чем определяются доходы от акций и облигаций?	410
Четыре эры финансовых рынков	415
<i>Период комфорта</i>	417
<i>Период тревоги</i>	419
<i>Период изобилия</i>	424
<i>Период разочарования</i>	426
Рынки в период с 2009 по 2022 год	427
Препятствия на пути к будущим доходам	428
14. ИНВЕСТИЦИИ ДЛЯ РАЗНЫХ ВОЗРАСТОВ	433
Пять принципов выбора инвестиционных инструментов	434
1. <i>Риск и доходы взаимосвязаны</i>	435
2. <i>Риск вложений в акции и облигации зависит от продолжительности удержания инвестиций</i>	436
3. <i>Усреднение долларовой стоимости может снизить риск инвестирования в акции и облигации</i>	440
4. <i>Ребалансировка может уменьшить риск и даже повысить отдачу от инвестиций</i>	446
5. <i>Различайте свою готовность к риску и допустимость риска</i>	448
Три правила для инвестиций на любом этапе жизни	451
1. <i>Специфические потребности требуют специфических средств</i>	451
2. <i>Определите свой порог риска</i>	452
3. <i>Регулярная экономия даже самых незначительных сумм окупает себя</i>	452

Пособие по инвестированию в зависимости от возраста	454
Фонды жизненного цикла (с целевой датой)	458
Управление инвестициями после выхода на пенсию	459
<i>Недостаточная подготовка к пенсии</i>	460
Во что вложить пенсионные накопления?	461
<i>Аннуитеты</i>	461
Метод «сделай сам»	465
15. ТРИ ГИГАНТСКИХ ШАГА ПО УОЛЛ-СТРИТ	470
Для тех, кому лень думать:	
инвестирование в индексные фонды	472
<i>Индексные фонды: краткий обзор</i>	474
<i>Более широкое толкование индекса</i>	478
<i>Специфические портфели индексных фондов</i>	481
<i>ETF-фонды и налоги</i>	484
Сделай сам: полезные советы по выбору акций	487
Использование подставного игрока: прибегните к услугам профессионала	492
Инвестиционные консультанты: традиционные и автоматизированные	494
Некоторые впечатления от нашей прогулки	501
Заключительный пример	503
ЭПИЛОГ	505
<i>Справочные материалы по инвестиционным фондам</i>	511
<i>Указатель</i>	524

ПРОЧНЫЙ ФУНДАМЕНТ ИЛИ ВОЗДУШНЫЕ ЗАМКИ?

*Кто такой циник? Человек, знающий всему
цену, но не имеющий понятия о ценности.*

Оскар Уайльд. Веер леди Уиндермир

Приглашаю на прогулку по Уолл-стрит! Я проведу для вас экскурсию по сложному миру финансов и дам практические советы по инвестиционным возможностям и стратегиям. Многие специалисты говорят, что индивидуальный вкладчик сегодня практически не имеет шансов по сравнению с профессионалами с Уолл-стрит. Они указывают на то, что профессиональные брокеры применяют инвестиционные стратегии с использованием сложных деривативных инструментов и высокочастотного трейдинга, ссылаются на сообщения прессы о мошенничествах со счетами, корпоративных сговорах, слиянии гигантских компаний и успешной деятельности хедж-фондов. Все это якобы предполагает, что индивидуальному инвестору не осталось места на современном фондовом рынке. Не может быть ничего более далекого от истины. Вы способны добиться не меньших, а может, даже и больших успехов, чем эксперты. Именно частные вкладчики сохранили хладнокровие во время биржевого обвала в марте 2020 года, воздержавшись от продажи акций, а затем

воспользовавшись вновь выросшим курсом к собственной выгоде, благодаря чему и сейчас продолжают получать впечатляющую прибыль. А многие из профессионалов были вынуждены снять с себя последнюю рубашку, когда в 2008 году применяли деривативные стратегии без понимания их сути или когда в начале 2000-х годов перегрузили свои инвестиционные портфели акциями высокотехнологичных отраслей с явно завышенной стоимостью.

Эта книга — руководство для индивидуального инвестора. Она охватывает все темы — от страхования до подоходного налога. Книга подскажет вам, как застраховать свою жизнь, не платя при этом лишнего банкам и брокерам. Она даже расскажет, как обращаться с золотом, бриллиантами и криптовалютами. Но главным образом она посвящена обыкновенным акциям — тому виду инвестиций, который обеспечивал самые щедрые доходы в прошлом и, видимо, предоставит инвесторам еще немало выгодных возможностей в будущем. Описанные в четвертой части особенности инвестирования для вкладчиков разных возрастных категорий, включая пенсионеров, помогут им сформировать инвестиционный портфель в соответствии со своими финансовыми целями.

ЧТО ТАКОЕ «СЛУЧАЙНОЕ БЛУЖДЕНИЕ»?

Случайным мы называем блуждание, при котором будущие шаги или направления движения невозможно предсказать на основе прошлой истории, то есть предшествующих действий. Применительно к фондовому рынку это означает, что краткосрочные колебания цен на акции непредсказуемы, а всевозможные консультативные службы, биржевые оракулы и сложные графики не имеют никакого смысла. На Уолл-стрит не любят термин «случайное блуждание». В обращение его пустили академические круги, описывая

им действия профессиональных биржевых прорицателей. Доведенное до логической крайности, случайное блуждание означает, что обезьяна с завязанными глазами, которая наугад мечет дротики в биржевые ведомости, может сформировать инвестиционный портфель, который ничем не уступит пакету акций, тщательно собранному экспертами.

Однако финансовые аналитики, одетые в строгие костюмы в полоску, не любят, когда их сравнивают с голозадыми мартышками. Они утверждают, что ученые мужи настолько погрязли в своих уравнениях и греческих символах, что уже не могут отличить «быка» от «медведя» даже в посудной лавке. Биржевые профессионалы противопоставляют нападкам две методики, именуемые фундаментальным и техническим анализом (мы рассмотрим их во второй части). Ученые в ответ усложняют понятие «случайное блуждание», выделяя в нем три версии (слабую, полусильную и сильную) и создавая свою собственную теорию — новую инвестиционную технологию. Она включает в себя так называемую концепцию бета (вместе с умной бетой), которой будет посвящен отдельный рассказ. В начале 2000-х годов часть ученых-теоретиков согласилась с практиками в том, что фондовый рынок в определенной степени все же предсказуем. Однако, как вы можете видеть, битва продолжается, причем идет она не на жизнь, а на смерть, потому что ставки в ней — сохранение должностей для теоретиков и денежные бонусы для практиков. Вот почему, я думаю, вам понравится эта случайная прогулка по Уолл-стрит. В ней есть все элементы высокой драмы, включая приобретения и утраты целых состояний вместе с классическими спорами о причинах подобных явлений.

Но прежде чем мы начнем, мне, возможно, следует представиться и подтвердить свою квалификацию гида. При написании этой книги я опирался на три аспекта своего опыта:

каждый из них позволяет мне взглянуть на фондовый рынок под другим углом.

Во-первых, стоит упомянуть о моем профессиональном опыте в области анализа инвестиций и управления инвестиционными портфелями. В начале карьеры я работал в одной из ведущих инвестиционных компаний на Уолл-стрит. Позднее вошел в инвестиционный комитет транснациональной страховой компании и много лет был директором одной из крупнейших мировых инвестиционных компаний. Этот опыт невозможно переоценить. Говорят, что некоторые вещи не дано понять девственнице. То же самое можно сказать и о фондовом рынке.

Во-вторых, я экономист и член советов директоров нескольких инвестиционных фирм. Специализируясь на рынке ценных бумаг и инвестиционном поведении, я детально изучил данные академических исследований и их выводы об инвестиционных возможностях.

И в-третьих: всю свою жизнь я был инвестором и успешно играл на бирже. Не буду рассказывать, каких успехов добился в данной сфере, так как принято считать, что ученый не способен делать деньги. Профессор может получить крупную сумму в наследство или вступить в выгодный брак, может тратить большие деньги и так далее, но чтобы он сам заработал себе состояние?! Нет, это неакадемично, не по статусу. Считается, что преподаватели должны быть преданы делу. По крайней мере, так часто говорят политики и администраторы, пытаясь оправдать низкие заработки ученых. Принято полагать, что ученые должны стремиться к новым знаниям, а не к материальному вознаграждению. Поэтому о своих победах на Уолл-стрит я буду рассказывать только на примерах из прошлой жизни.

В книге много фактов и цифр. Но пусть вас это не пугает. Они рассчитаны на непрофессионала в мире финансов, ко-

тому предлагаются практичные и проверенные временем советы по инвестированию. Вам не потребуется специальная подготовка, чтобы следить за ходом моей мысли. Все, что вам нужно, — это интерес и желание, чтобы ваши деньги работали на вас.

ИНВЕСТИРОВАНИЕ КАК СОВРЕМЕННЫЙ ОБРАЗ ЖИЗНИ

Пожалуй, пора объяснить, что я имею в виду, когда говорю об инвестировании, и чем это понятие отличается от биржевых спекуляций. Я рассматриваю инвестирование как приобретение определенных активов с целью получения прибыли в форме предсказуемых поступлений (дивидендов или процентов) на протяжении длительного времени. Именно предсказуемость и продолжительность периода возврата вложенных средств отличают инвестирование от спекуляции. Спекулянт покупает акции, надеясь, что они прибавят в стоимости уже через несколько дней или недель. Инвестор же приобретает акции в расчете на то, что они принесут предсказуемый доход и будут расти на протяжении нескольких лет или десятилетий.

Хочу сразу со всей определенностью сказать, что эта книга не для любителей спекуляций и не для трейдеров, которые, соблазнившись нулевыми ставками комиссионных, готовы вступить в азартную игру, отслеживая почасовые колебания цен на акции. Подзаголовок к моей книге мог бы звучать так: «Богатей медленно, но верно». Запомните: чтобы вы не несли убытки, ваши инвестиции должны давать процент дохода, равный как минимум проценту инфляции.

В Соединенных Штатах Америки и в большинстве экономически развитых стран мира в первые десятилетия 2000-х годов инфляция составляла около 2 % и даже меньше. Несмотря

на то что в начале 2020-х годов инфляция резко выросла, многие аналитики полагают, что относительная стабильность цен сохранится. Они считают, что такая инфляция — это что-то вроде исключения, а не правила, ведь прошлые исторические периоды бурного технического прогресса и мирного развития экономики обычно характеризовались стабильными или даже снижающимися ценами. Предполагается, что в ближайшие десятилетия инфляция будет незначительной или равной нулю, однако, на мой взгляд, инвесторы не должны исключать ее существенного роста. Хотя в 90-е годы прошлого столетия и в начале 2000-х производительность труда и увеличилась, в последнее время она опять снизилась. Из истории нам известно, что любые улучшения в экономической обстановке протекают неровно. Более того, в некоторых видах деятельности, ориентированных на оказание услуг, достичь роста производительности достаточно трудно. Даже в XXI веке нам по-прежнему потребуются четыре музыканта, чтобы сыграть струнный квартет, и один хирург, чтобы вырезать аппендикс. Если зарплата музыкантов и хирургов будет постоянно расти, то, соответственно, это приведет к подорожанию билетов на концерт и увеличению стоимости операций. Поэтому ошибочным было бы полагать, что нас не должны тревожить растущие цены.

Если уровень инфляции вырастет до 2–3 % (а это гораздо более низкий показатель, чем в 1970-х и в начале 1980-х годов), то нашей покупательной способности будет нанесен тяжелый удар. Предлагаемая на с. 33 таблица демонстрирует, к чему привела в среднем 4%-ная инфляция за период с 1962 по 2021 год. Моя утренняя газета стала дороже на 5900 %, а маленькая плитка шоколада Hershey, которую я съедаю после обеда, выросла в цене в 20 раз, но при этом стала меньше, чем в 1962 году, когда я учился в аспирантуре. Если инфляция продолжит расти такими же темпами, то