

# ОГЛАВЛЕНИЕ

ПРЕДИСЛОВИЕ ДЛЯ РОССИЙСКОГО ЧИТАТЕЛЯ .....	9
ВВЕДЕНИЕ .....	15
<b>ГЛАВА 1</b>	
История акций, облигаций и векселей .....	19
<b>ГЛАВА 2</b>	
Эталонный портфель: 60/40 .....	35
<b>ГЛАВА 3</b>	
Основные классы активов .....	43
<b>ГЛАВА 4</b>	
Портфель паритета риска и всесезонный портфель .....	61
<b>ГЛАВА 5</b>	
Постоянный портфель .....	71
<b>ГЛАВА 6</b>	
Глобальный рыночный портфель .....	75
<b>ГЛАВА 7</b>	
Портфель Роба Арнотта .....	81
<b>ГЛАВА 8</b>	
Портфель Марка Фабера .....	85
<b>ГЛАВА 9</b>	
Портфели эндаумент-фондов: Свенсена, Эль-Эриана и Лиги плюща .....	89
<b>ГЛАВА 10</b>	
Портфель Уоррена Баффетта .....	95

<b>ГЛАВА 11</b>	
Сравнение стратегий .....	<b>99</b>
<b>ГЛАВА 12</b>	
Практика инвестирования (биржевые фонды, комиссионные вознаграждения, налоги, консультанты) .....	<b>111</b>
<b>ЗАКЛЮЧЕНИЕ</b> .....	<b>119</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ А</b> .....	<b>123</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ В</b>	
Портфель Тобиаса .....	<b>131</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ С</b>	
Портфель по канонам Талмуда .....	<b>135</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ D</b>	
Портфель 7Twelve .....	<b>139</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ Е</b>	
Портфель Уильяма Бернстайна .....	<b>143</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ F</b>	
Портфель Ларри Сведроу .....	<b>147</b>
<b>ОГРАНИЧИТЕЛЬНАЯ ОГОВОРКА</b> .....	<b>151</b>
<b>ОБ АВТОРЕ</b> .....	<b>153</b>

*Какой бы чудесной ни казалась стратегия,  
время от времени нужно смотреть на ее  
результаты.*

*Уинстон Черчилль*

[Купить книгу на сайте kniga.biz.ua >>>](#)

## ПРЕДИСЛОВИЕ ДЛЯ РОССИЙСКОГО ЧИТАТЕЛЯ

Как использовать мощь современных финансовых рынков, позволяющих инвестору (в том числе уже и рядовому российскому инвестору) строить портфели с глобальной диверсификацией? Именно этому посвящена книга Меба Фабера «Глобальное распределение активов».

До Меба Фабера вопрос именно в такой постановке мало рассматривался другими авторами. Обычно книги, статьи и руководства по формированию портфеля ограничивают его лишь небольшим числом классов активов вроде общепринятого набора «акции + облигации + деньги», где все три части зачастую представлены лишь активами на рынках США. Однако современный инвестор уже не обязан ставить себя в рамки узкого набора инструментов. Сейчас распределение активов может включать в себя акции и облигации как развитых, так и развивающихся рынков, биржевые товарные активы, золото, фонды недвижимости (REITs), активы с защитой от инфляции (TIPS) и другие инструменты. Что не менее важно, по подобным классам активов уже накопилась вполне репрезентативная статистика, охватывающая период как минимум несколько десятилетий.

Более того, к настоящему времени многими известными иуважаемыми в научных и финансовых кругах авторами предложено большое количество типовых портфелей, включающих в себя широкий спектр классов активов,

доступных в современных условиях. Однако до сих пор попытки сравнивать подобные портфели если и предпринимались, то эти сравнения не были похожи на подробное научное исследование.

Использование каких классов активов и в каких пропорциях может оказаться наиболее эффективным с точки зрения результатов (прежде всего риска и прибыли) инвестиционного портфеля? Такие вопросы часто задают себе инвесторы, сталкивающиеся с широким спектром инструментов, доступных на современных глобальных рынках. Часто возникают и другие вопросы. Например, насколько вообще распределение активов важно по сравнению с другими вопросами, возникающими у пассивного портфельного инвестора? Скажем, по сравнению с вопросом о частоте и способах ребалансировки портфеля? Или по сравнению с вопросом об издержках инструментов, с помощью которых осуществляется выход на те или иные рынки?

Многие инвесторы, получившие информацию о базовых принципах построения инвестиционных портфелей, пытаются исследовать эти вопросы самостоятельно, выгружая из различных источников данные по истории поведения активов в прошлом и пытаясь строить на их основе различные варианты распределений. Благо сейчас для этого достаточно обычных электронных таблиц (вроде Excel) и трудолюбия.

Меб Фабер в книге «Глобальное распределение активов» проделывает эту работу за вас.

Для начала он подробно рассматривает 13 классов активов, которые включают в себя не только классические акции, облигации и казначейские векселя США, но и акции малых компаний США, акции и облигации развитых и развивающихся стран, а также фонды недвижимости (REIT), облигации с защитой от инфляции (TIPS), товарные активы и золото.

Далее автор рассматривает 19 портфелей из этих классов активов, которые были предложены в разное время различными авторами и компаниями. Я перечислю их, чтобы показать широту охвата темы:

- портфель США 60/40;
- глобальный портфель 60/40;
- портфель паритета риска;
- всесезонный портфель;
- постоянный портфель;
- глобальное распределение активов;
- глобальный рыночный портфель;
- портфель Роба Арнотта;
- портфель Марка Фабера;
- портфель Дэвида Свенсена;
- портфель Мохаммеда Эль-Эриана;
- портфель Лиги плюща;
- портфель Уоррена Баффетта;
- портфель Эндрю Тобиаса;
- портфель по канонам Талмуда;
- портфель 7Twelve;
- портфель Уильяма Бернстайна;
- портфель Ларри Сведроу;
- портфель Ларри Сvedроу с уклоном в стоимость.

По сути, книга охватывает большинство популярных подходов к формированию инвестиционных портфелей, анализируя их поведение с 1973 по 2013 г. (41 год). Рассматривается

также поведение портфелей в отдельные десятилетия и характерные периоды.

И что же в результате? А в результате исследования Меба Фабера подтверждают тезисы авторов других классических книг по распределению активов: лучшее распределение на будущее угадать невозможно и не так важно конкретное распределение активов, которое вы выберете, как соблюдение общих принципов подбора активов в портфель и сочетания их в портфеле.

Не слишком важной оказывается и частота и способы ребалансировки портфеля. Важно лишь, чтобы состав портфеля регулярно возвращался к приемлемому для инвестора уровню риска.

А вот чему инвестор должен уделить самое пристальное внимание, так это издержкам инструментов, с помощью которых формируется портфель. Результаты самого «лучшего» распределения активов при использовании инструментов с высокими издержками могут оказаться хуже результатов посредственного распределения активов при использовании инструментов с низкими издержками.

Поэтому важнейшими принципами, о которых должен задуматься портфельный инвестор, оказываются следующие:

- разнообразие классов активов в портфеле;
- включение в портфель глобальных активов за пределами родной страны, а также, возможно, нетрадиционных классов активов;
- дисциплина, регулярная ребалансировка портфеля;
- минимизация издержек и налогов.

Точное определение долей распределения активов в портфеле оказывается менее важно, чем следование вышеупомянутым

базовым принципам. Интересно, что при большой проделанной Мебом Фабером исследовательской работе и определенной сложности подходов книга парадоксально приводит читателя к мысли о том, что как раз именно сложность не так нужна простому инвестору.

Возможно, вы догадывались об этом и до изучения книги Меба Фабера, эти выводы можно встретить и в других источниках. Однако зачастую людям недостаточно просто прочитать выводы, им требуются документальные подтверждения. И Меб Фабер эти убедительные подтверждения вам предоставляет.

Отмечу такую важную особенность книги, как множество ссылок на внешние источники — книги, статьи, исследования и т. д., которые дают любопытному инвестору почву для дальнейшего изучения поднятых здесь тем.

Уверен, что эта книга найдет своих читателей, которые будут изучать ее с карандашом в руках или даже с открытыми на компьютере электронными таблицами, и это вдумчивое изучение книги значительно продвинет вас в понимании принципов построения глобального инвестиционного портфеля.

*Сергей Спирин,  
основатель проекта AssetAllocation.ru,  
сентябрь 2020 г.*

[Купить книгу на сайте kniga.biz.ua >>>](#)

## ВВЕДЕНИЕ

Чтобы читателю было легче настроиться на работу, проведем небольшой эксперимент. Для этого нужно сосредоточиться, поэтому выключите телевизор, закройте почтовую программу и выпейте чашечку кофе.

Тест приведен ниже. Он прост, но требует полной концентрации внимания. Посмотрите предложенный видеоролик. Перейдите по ссылке на страницу теста, а после просмотра вернитесь к книге — она никуда не денется, на все уйдет не больше 20 секунд.

Видеотест на внимательность\*:

<https://www.youtube.com/watch?v=vJG698U2Mvo>  
Посмотрели?

Ну, и сколько передач мяча вы насчитали? У того, кто смотрел внимательно, их должно быть 15. Ваш результат такой? Поздравляем!

Впрочем, это не все.

В данном эксперименте, с которым многие, возможно, уже знакомы, люди, поглощенные подсчетом числа передач, не всегда замечают, как на сцене появляется персонаж в костюме гориллы, бьет себя кулаками в грудь и уходит.

---

\* Известный тест американского психолога Дэниела Саймонса. В нем участникам демонстрируют видеоролик, где игроки передают друг другу мяч, и ставят задачу подсчитать число передач. В какой-то момент в кадре появляется человек в костюме гориллы, которого замечают далеко не все участники тестирования. — Прим. пер.

Не расстраивайтесь, если вы в их числе, — гориллу не видят большинство участников эксперимента. Сосредоточившись на наиболее важной, с их точки зрения, задаче — подсчете количества передач мяча, они просто не в состоянии замечать что-либо еще.

Посмотрите видео повторно, и пусть вас не удивляет то, что вы не обратили внимания на такого заметного пришельца в первый раз. Цель этого теста — показать, что концентрация внимания на одной задаче мешает нам замечать другие, значительные события.

Какое отношение все это имеет к инвестированию и настоящей книге? Здравый смысл говорит нам, что, как инвесторы, мы должны постоянно следить за распределением активов. Однако много ли времени вы уделяете следующим вопросам:

- «Что лучше делать сейчас с акциями, держать их или продавать?»
- «Стоить ли добавить золото в портфель? А если добавлять, то в каком количестве?»
- «Не перегрет ли сейчас рынок облигаций?»
- «Сколько следует вложить в иностранные акции?»
- «Манипулируют ли центральные банки рынком?»

Сфокусировав внимание на активах — и на том, в какой мере и когда перераспределять их, не упускаем ли мы из виду гориллу, присутствующую в комнате?

Книга начинается с обзора исторической доходности популярных активов вроде акций, облигаций и денежных средств. Мы рассматриваем влияние инфляции на деньги, а затем показываем, как диверсификация путем комбинирования активов на примере простого сочетания акций

и облигаций позволяет смягчать экстремальные просадки рискованных классов активов.

Впрочем, мы не останавливаемся на портфеле акций и облигаций, а идем дальше и анализируем возможности более глобального распределения с учетом таких активов, как недвижимость. В книге отслеживается 13 видов активов и их доходности с 1973 г., при этом особое внимание уделяется таким широко известным инвестиционным портфелям, как всесезонный портфель Рэя Далио, портфели эндаумент-фондов, портфель Уоррена Баффетта. Как выясняется, за редким исключением многие распределения активов имеют сходные риски.

Вместе с тем, увлекшись перетасовкой активов в портфеле, можно легко упустить из виду кое-что очень существенное. «Гориллой» является комиссионное вознаграждение, о котором частенько забывают. Известен случай, когда самая результативная стратегия проигрывала худшей стратегии, стоило лишь учесть комиссию за консультирование. Хотите вы этого или нет, эффективное инвестирование требует непрерывного контроля не только распределения активов, но и комиссии за консультирование, связанное с инвестиционной стратегией.

[Купить книгу на сайте kniga.biz.ua >>>](#)

## ГЛАВА 1

# ИСТОРИЯ АКЦИЙ, ОБЛИГАЦИЙ И ВЕКСЕЛЕЙ

Начнем с изучения истории. Многие начинают инвестировать, совершенно не представляя, что происходило в прошлом, и нередко в своих ожиданиях исходят из собственного опыта. Моя мать, например, всегда говорила, что, если хочешь вложить деньги, купи акции и просто держи их. Однако она жила в Соединенных Штатах и занималась инвестированием в 1980-х и 1990-х гг., и у нее был совсем другой опыт, чем у поколения ее родителей, которым пришлось пережить Великую депрессию. Ну а об опыте среднего японского, немецкого или русского инвестора и говорить нечего.

Так что же можно почерпнуть из истории? Начнем с обсуждения стоимости денег.

Несколько лет назад мы беседовали о чем-то с отцом, и он решил привести мне пример инфляции из реальной жизни. Пару недель спустя я получил от него письмо, в котором обнаружил чек на \$0,50, выписанный моим прадедом еще в 1910-х гг. Прадед был фермером, иммигрировавшим из небольшого городка в департаменте Вогезы (Франция) и осевшим в штате Небраска. Тогдашние \$0,50 эквивалентны сегодня почти \$13, что очень наглядно демонстрирует инфляцию. Посмотрите, как выглядит этот заполненный от руки документ (илл. 1).



Илл. 1. Пример инфляции из реальной жизни

Источник: Faber.

Более близким к нам примером служит часто используемая фраза: «Я помню, когда Coca-Cola стоила 10 центов». (Еще один занятный образец — «Инфляция на примере стоимости экипировки супермена»\*.) Инфляция — очень горячая тема. Обычно она возникает при обсуждении действий Федеральной резервной системы. Мало какие вопросы могут вызвать более ожесточенные дебаты в определенных экономических и политических кругах, чем «Фед» и доллар США.

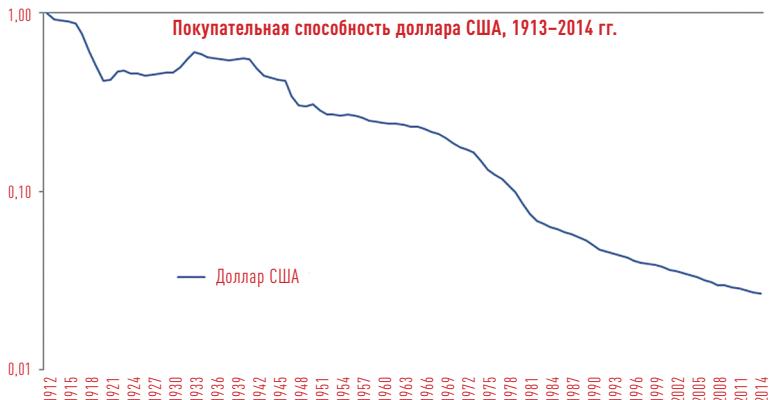
Ниже приведен один из самых известных в инвестиционной литературе графиков (илл. 2), который демонстрирует покупательную способность доллара США с момента создания Федеральной резервной системы в 1913 г. Его описание можно сопроводить следующими строками из поста в блоге ZeroHedge\*\*:

«Это график, который они не хотят показывать вам: покупательная способность доллара за прошедшие 76 лет **снизилась на 94%**. И с учетом нынешней денежно-кредитной

---

\* <http://mebfaber.com/2013/07/29/superhero-inflation/>.

\*\* <http://www.zerohedge.com/article/annihilation-dollars-purchasing-power>.



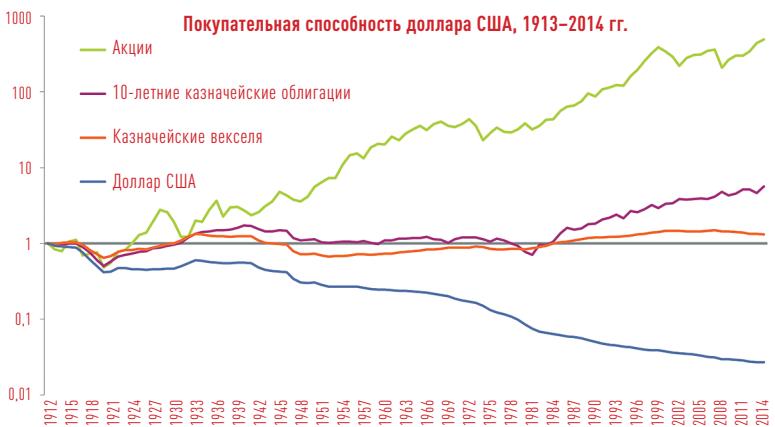
**Илл. 2.** Покупательная способность доллара США в 1913–2014 гг.

Источник: Global Financial Data, Shiller.

и налоговой политики нас ждет ее снижение еще как минимум на 94%. Единственный вопрос в том, сможет ли она так упасть за 76 месяцев на этот раз».

Такое утверждение вполне справедливо — \$1 1913 г. эквивалентен примерно трем центам в нынешних ценах в результате инфляции (которая держится в среднем на уровне 3,2% в год). Однако все, о чем говорит график, так это о том, что в нынешнем столетии для США характерна мягкая инфляция (с периодами ее замедления, дефляции и всплесков).

График же используют для обоснования бесчисленного множества аргументов и заключений, значимость которых подчеркивается с помощью восклицательных знаков!!!, **жирного текста** и ПРОПИСНЫХ БУКВ. За ними обычно следует поток призывов покончить с ФРС, покупать золото, продаивать акции и возводить крепости с запасами оружия, продовольствия и боеприпасов. Подобные выступления появляются не случайно. Они вызывают эмоциональную реакцию (кто не любит пнуть лишний раз правительство?), ну и, конечно, дают простор для придумывания броских заголовков.



Илл. 3. Покупательная способность в 1913–2014 гг.

Источник: Global Financial Data, Shiller.

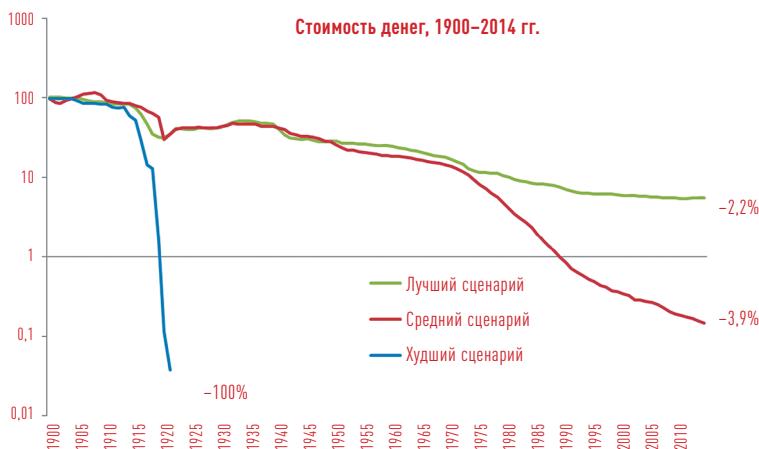
Момент, который большинство упускает из виду, заключается в том, что инвесторы должны что-то делать с этими долларами. Поставьте себя, например, на место инвестора в 1913 г. Вы могли положить свои деньги под матрас, и тогда их покупательная способность падала бы в полном соответствии с приведенным выше графиком. У вас была возможность потратить эти деньги — пустить их на оплату поездки в отпуск, развлечений, одежды или просто проесть. Но вы могли также купить казначайские векселя и полностью сохранить стоимость доллара — ваш \$1 стоил бы сегодня \$1,33 (при реальной доходности порядка 0,26% в год).

Конечно, вам не удалось бы реально заработать, но вы бы ничего и не потеряли.

Обратите внимание на то, что под «реальной» понимается доходность, которую инвестор получает с учетом инфляции. Если вложение принесло 10% (это называется номинальной доходностью), а инфляция составила 2% в этом году, то реальная доходность будет равна всего 8%. Реальная доходность — очень важное понятие, поскольку она делает сравнения

во времени более адекватными. Доходность, составляющая 10%, при 8%-ной инфляции (реальная доходность 2%) сильно отличается от 10%-ной доходности при инфляции на уровне 2% (реальная доходность 8%). Реальную доходность полезно представить как «доходность, которую можно потратить». Иначе говоря, бутылка Coke, купленная за \$1, стоит примерно столько же, сколько и бутылка за \$0,10, просто вы рассчитываетесь за нее обесцененными dólaresами (и, возможно, получаете кукурузную патоку вместо настоящего сахара).

Если вы были готовы рискнуть чуть больше, то могли вложить деньги в казначейские облигации с более длительным сроком, в корпоративные облигации, золото, акции, недвижимость и даже в вино и предметы искусства — все это сохраняет стоимость лучше, чем матрас.



**Илл. 4.** Реальная доходность денежных средств, 1900–2014 гг.

Лучший сценарий: -2,2% в год

Средний сценарий: -3,9%

Худший сценарий: -100%

Источник: Morningstar, Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, *Triumph of the Optimists*, Princeton University Press, 2002, Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2015.

На илл. 3 показана реальная доходность акций, облигаций и векселей. Если \$1, положенный под матрас, обесценился бы до трех центов, то при вложении в казначейские векселя он принес бы вам \$1,33, в 10-летние казначейские облигации — \$5,68, а в акции — умопомрачительные \$492.

Тем, кто ищет превосходно иллюстрированное издание по исторической доходности рыночных инструментов, я по рекомендовал бы обратить внимание на мою любимую инвестиционную книгу «Триумф оптимистов: Доходность глобальных инвестиций за 101 год» (Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns). (Credit Suisse ежегодно выпускает обновления к этой книге, найти которые можно на сайте банка\*. **Настоятельно** советую ознакомиться с этими ежегодными обновлениями.) Эта замечательная книга показывает, что многие классы глобальных активов в XX в. заметно приумножили состояние людей, которые покупали их и держали на протяжении десятилетий. Она также наглядно демонстрирует, что активы с завидной регулярностью испытывают падения вроде глобального финансового кризиса 2008 г.

К несчастью для инвесторов, у портфеля есть только два параметра — исторические максимумы и просадки. Если вы еще не знаете, что такое просадка, то поясним — это просто потери при снижении стоимости инвестиции с пикового уровня до нижней точки. Так, если вы купили актив по 100 и он упал до 75, то просадка составляет 25%. Если же он вырос до 110, то просадка равна 0 (это исторический максимум).

---

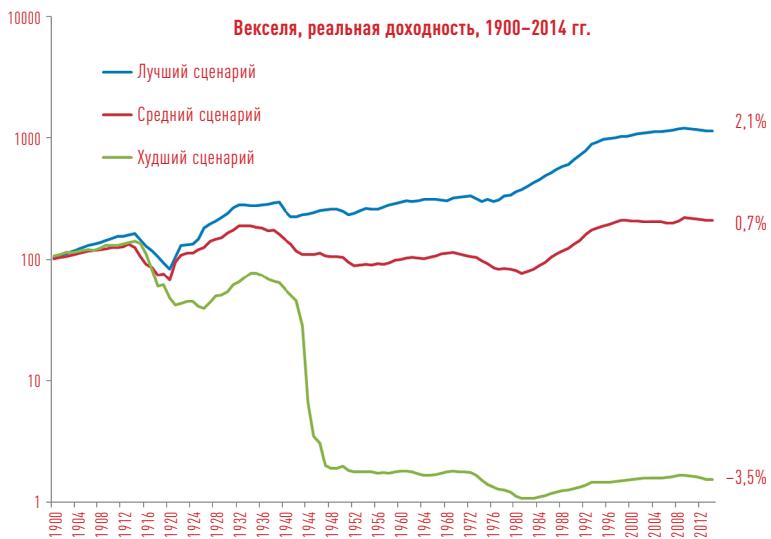
\* <https://www.credit-suisse.com/us/en/news-and-expertise/research/credit-suisse-research-institute/publications.html>.

Характер долгосрочного изменения стоимости некоторых активов показан на нескольких графиках, основанных на данных из книги «Триумф оптимистов» (доступны через Morningstar как модуль Димсона, Марша и Стонтонса, но требуют подписки). На них представлены лучший, средний и худший сценарии для основных классов активов 16 стран в 1900–2014 гг. Позднее база этих данных была обновлена, и в нее вошли уже 23 страны, результаты можно найти на сайте Credit Suisse в сноске. Все ряды данных представляют собой локальную реальную доходность и воспроизводятся в логарифмическом масштабе (за исключением последнего). Кривые доходности для доллара США близки друг к другу.

Первыми представлены лучший, средний и худший сценарии для доходности ваших денег.

На илл. 4 видно, что хранение денег под матрасом приводит к медленному обесценению портфеля. Германия выпадает после первых лет, поскольку в ней доминирует худший сценарий (гиперинфляция в ее случае). Инфляция — главный враг доходности. Выход ее из-под контроля грозит накоплениям в виде денежных средств и облигаций полным уничтожением. Итак, любители держать деньги под матрасом теряют в среднем порядка 4% в год.

Следующей идет реальная доходность краткосрочных правительственные векселей. Эти инструменты могут, пожалуй, лишь покрыть инфляцию. На них обычно нельзя заработать, как это ясно видно на илл. 5, однако они по крайней мере не дешевеют на 4% в год, как деньги, положенные под матрас. Мы также добавили пункт «Мир», который показывает доходность портфеля, взвешенного по капитализации глобального рынка, где веса определяются на основе размера фондового рынка каждой страны.



**Илл. 5.** Реальная доходность краткосрочных правительственных векселей, 1900–2014 гг.

Лучший сценарий: 2,1% в год

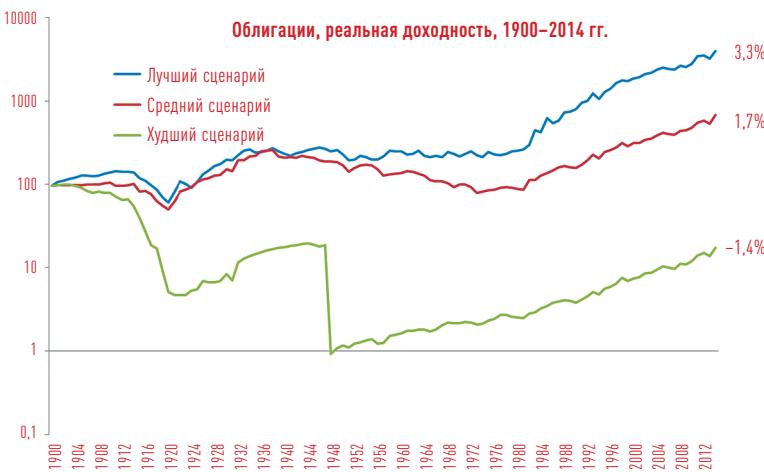
Средний сценарий: 0,7%

Худший сценарий: -3,5% (реальный худший сценарий, Германия: -100%)

Мир: 0,9%

Источник: Morningstar, Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, *Triumph of the Optimists*, Princeton University Press, 2002, Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2015.

На илл. 6 видно, что добавление небольшого риска дюрации делает доходность 10-летних облигаций в два раза выше исторической доходности векселей, но она по-прежнему остается довольно скромной. Перспектива разбогатеть при реальной доходности 1,7% невелика, к тому же вам придется пережить 50%-ную просадку, как будет показано позже.



**Илл. 6.** Реальная доходность долгосрочных правительственные облигаций, 1900–2014 гг.

Лучший сценарий: 3,3% в год

Средний сценарий: 1,7%

Худший сценарий: -1,4%

{реальный худший сценарий, Германия: -100%}

Мир: 1,9%

Источник: Morningstar, Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, *Triumph of the Optimists*, Princeton University Press, 2002, Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2015.

И, наконец, у нас есть реальная доходность для акций (илл. 7). Здесь картина заметно лучше! Реальная доходность более 4% в год ощутимо превосходит то, что позволяет получить рынок облигаций. Вместе с тем не следует забывать, что даже при такой доходности для удвоения вложений требуется более 15 лет!



**Илл. 7.** Реальная доходность акций, 1900–2014 гг.

Лучший сценарий: 7,4% в год

Средний сценарий: 4,8%

Худший сценарий: 1,9% (реальный худший сценарий, Китай, Россия: -100%)

Мир: 5,2%

Источник: Morningstar, Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, *Triumph of the Optimists*, Princeton University Press, 2002, Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2015.

На илл. 7а тот же график приведен в нелогарифмическом масштабе на оси Y. Это сделано для того, чтобы показать важность представления графиков процентных изменений в течение длительного времени в логарифмическом масштабе. В противном случае они становятся практически нечитаемыми и, следовательно, бесполезными. Понимание этой разницы позволит вам сразу выявлять нечистоплотных инвестиционных менеджеров, которые расписывают свои успехи на графиках вроде приведенного ниже, где прирост выглядит намного внушительнее.



**Илл. 7а.** Реальная доходность акций, 1900–2014 гг.,  
нелогарифмическая ось

Источник: Morningstar, Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, *Triumph of the Optimists*, Princeton University Press, 2002, Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2015.

Посмотрим теперь на весь ряд инструментов по странам, чтобы лучше представить, как выглядят лучший и худший сценарии. На практике можно считать, что акции приносят доходность порядка 4–5%, облигации — 1–2%, а векселя — почти нулевую. Заметим, что на протяжении XX в. рынки акций и облигаций в Соединенных Штатах были одними из самых результативных.

	Инфляция,%	Векселя,%	Облигации,%	Акции,%
<b>Австралия</b>	3,8	0,7	1,7	7,3
<b>Бельгия</b>	5,2	-0,3	0,4	2,7
<b>Великобритания</b>	3,9	0,9	1,6	5,3
<b>Германия</b>	*	-2,4	-1,4	3,2
<b>Дания</b>	3,8	2,1	3,3	5,3
<b>Ирландия</b>	4,2	0,7	1,6	4,2
<b>Испания</b>	5,7	0,3	1,8	3,7
<b>Италия</b>	8,2	-3,5	-1,2	1,9
<b>Канада</b>	3,0	1,5	2,2	5,8
<b>Нидерланды</b>	2,9	0,6	1,7	5,0
<b>США</b>	2,9	0,9	2,0	6,5
<b>Франция</b>	7,0	-2,8	0,2	3,2
<b>Швейцария</b>	2,2	0,8	2,3	4,5
<b>Швеция</b>	3,5	1,9	2,8	5,8
<b>Южная Африка</b>	4,9	1,0	1,9	7,4
<b>Япония</b>	6,8	-1,9	-0,9	4,1
<b>Максимум</b>	8,2	2,1	3,3	7,4
<b>Медиана</b>	3,9	0,7	1,7	4,8
<b>Среднее</b>	4,5	0,0	1,3	4,7
<b>Минимум</b>	2,2	-3,5	-1,4	1,9

**Табл. 1.** Реальная доходность разных классов активов, 1900–2014 гг.

Источник: Morningstar, Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, *Triumph of the Optimists*, Princeton University Press 2002, Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2015.

Может показаться, что приведенные выше цифры делают принятие решения совсем простым — просто вкладывайте все деньги в акции! Хотя акции превосходят облигации и векселя по доходности, нельзя сказать, что они лишены риска. Фондовые рынки как минимум в двух странах были буквально стерты с лица земли из-за того, что правительства останавливали работу рынков капитала. Неудивительно, что

люди в России и Китае с большим подозрением относятся к инвестированию даже сегодня.

Еще один риск связан с тем, что акции могут продолжительное время проигрывать другим классам активов, например облигациям. Посмотрев на данные, легко предположить, что можно переждать период низкой доходности любой акции. Однако Роб Арнотт в своей статье «Величайшая легенда в финансах» (The Biggest Urban Legend in Finance\*), опубликованной в 2011 г., рассматривает случай, когда акции проигрывали облигациям на протяжении 30 лет:

«Избыточная доходность фондового рынка, которая 30 лет держится на уровне нуля, вызывает большое разочарование у массы долгосрочных инвесторов, действующих по принципу “акции по любой цене”. Но это далеко не первый длительный спад. С 1803 по 1857 г. американские акции с трудом держались на плаву. Инвестор в акции мог получить тогда всего лишь треть того, что получал инвестор в облигации. Акции вышли на уровень безубыточности только в 1871 г. Большинство наблюдателей с удивлением узнают о том, что акции проигрывали другим активам на протяжении 68 лет. За 72-летним бычьим рынком, продолжавшимся с 1857 по 1929 г., последовал еще один “засушливый” период. С 1929 по 1949 г. акции уступали облигациям — единственное долгосрочное падение, которое отражено в сборниках компании Ibbotson за весь период наблюдения. Кажется, что это из ряда вон выходящий отрезок истории — Великая депрессия и Вторая мировая война, и впечатляющий

---

\* [https://www.researchaffiliates.com/Our%20Ideas/Insights/Fundamentals/Pages/F\\_2011\\_March\\_The\\_Biggest\\_Urban\\_Legend.aspx](https://www.researchaffiliates.com/Our%20Ideas/Insights/Fundamentals/Pages/F_2011_March_The_Biggest_Urban_Legend.aspx).

последующий рост с 1950 по 1999 г. вселил в современных инвесторов ложное чувство надежности долгосрочных вложений в акции».

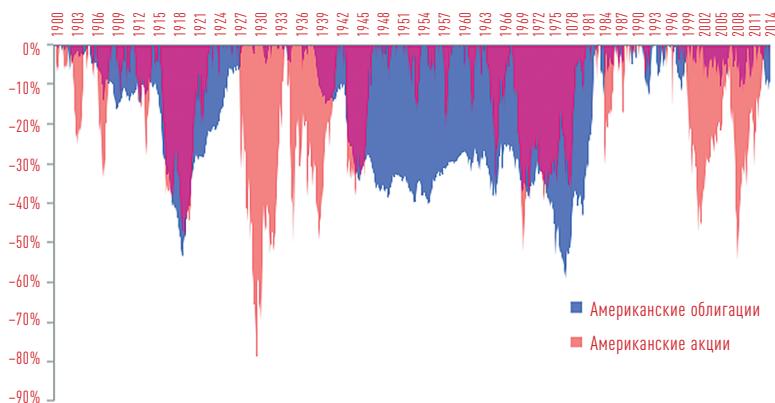
Период низкой результативности акций, длившийся 68 лет, практически равен нынешней ожидаемой продолжительности жизни людей в США. Облигации превосходили акции на протяжении всей жизни человека (а в действительности больше его жизни, поскольку в США в 1800-х гг. ожидаемая продолжительность жизни составляла примерно 40 лет). Когда речь заходит о долгосрочных вложениях в акции, надо оперировать какими-то другими сроками, а не продолжительностью жизни человека. Может быть, здесь уместнее говорить о продолжительности жизни черепахи, глубоководных морских червей или секвойи? Справедливости ради следует заметить: чем больше мы углубляемся в историю, тем менее надежными становятся данные, именно поэтому наш анализ ограничен периодом после 1900 г.

В других странах наблюдались сильные просадки, и даже в Соединенных Штатах инвесторы потеряли порядка 80% того, что они имели на пике, в период медвежьего рынка в 1929 г. и 1930-е гг. К сожалению, при падении на 75% инвестору нужно реализовать 300%-ный прирост, чтобы вернуть потерянное, — это эквивалентно начислению 4,8% с капитализацией в течение 30 лет! При такой доходности даже для компенсации просадки в 50% потребуется 15 лет.

Именно из-за сильных просадок многие предпочитают инвестировать в облигации, однако облигации тоже рискованный инструмент. Если акции обычно страдают от резких падений цен, то облигации нередко теряют стоимость из-за инфляции. Бывало, что в США и Великобритании облигации теряли более 60% стоимости. Хотя это кажется ужасным, во многих других странах (в Японии, Германии,

Италии и Франции) потери достигали более 80%. Гиперинфляция в некоторых странах приводила даже к полной потере стоимости. На новостном портале Business Insider приводится презентация\* с рядом худших примеров за последние 100 лет.

На илл. 8 показано, что и акции, и облигации не раз испытывали серьезные просадки. Этот график построен на основе месячных данных (для Великобритании месячных данных у нас нет), что повышает наглядность рисунка.

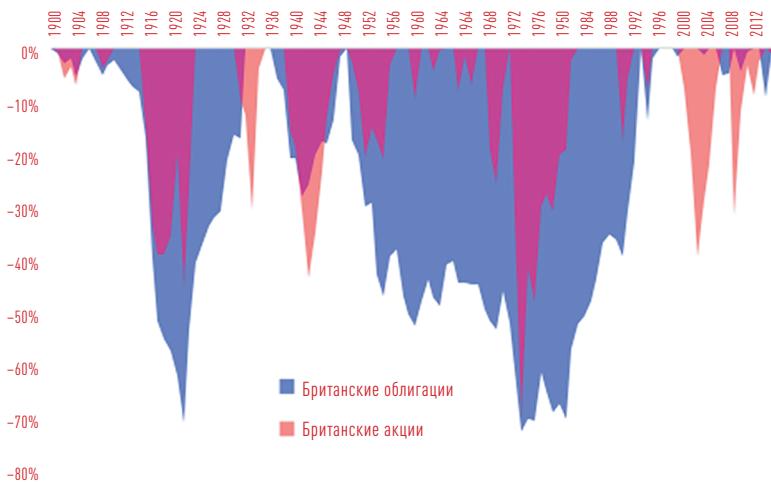


**Илл. 8.** Реальные просадки по классам активов в США, 1900–2014 гг.

Источник: Morningstar, Bloomberg, Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, Triumph of the Optimists, Princeton University Press 2002.

То же самое происходит и в Великобритании, однако инвесторы в облигации вынуждены ждать еще дольше для возврата убытка — почти 50 лет! На илл. 9 приведены годовые данные по реальной доходности и просадкам.

\* <http://www.businessinsider.com/worst-hyperinflation-episodes-in-history-2013-9?op=1>.



**Илл. 9.** Реальные просадки по классам активов в Великобритании, 1900–2014 гг.

Источник: Morningstar, Bloomberg, Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, *Triumph of the Optimists*, Princeton University Press 2002.

В этом заключается одна из проблем инвестирования в единственную ценную бумагу, страну или класс активов. Нормальная рыночная доходность встречается крайне редко. Те, кто вкладывал деньги в различные активы в определенные периоды — в американские акции в конце 1920-х и начале 1930-х гг., в немецкие классы активов в 1910-х и 1940-х гг., в российские акции в 1917 г., в китайские акции в 1949 г., в американскую недвижимость в середине 1950-х гг., в японские акции в 1990-х гг., в развивающиеся рынки и биржевые товары в конце 1990-х гг. и практически во все в 2008 г., вполне могли решить, что держать эти активы совершенно неразумно. У большинства людей нет времени, чтобы дождаться восстановления после серьезной просадки любого рискованного класса активов.

Так что же делать инвестору? Заниматься тем, что называют «единственный бесплатный сыр в инвестировании» — диверсификацией.