

всю жизнь занимался выбором акций, вынужден признать, что аргументы Бogle в пользу индексных фондов заставили меня задуматься о том, не присоединиться ли к нему, вместо того чтобы пытаться его превзойти. Мудрость Бogle и его здравый смысл неоспоримы... для любого, кто старается понять, как инвестировать на этом сумасшедшем фондовом рынке». (Пока что мистер Крамер не последовал своему собственному совету.)

И даже менеджеры, работающие с альтернативными инвестиционными инструментами, присоединяются к этому хору. Один из гигантов финансового менеджмента Клиффорд Ассесс, управляющий и основатель AQR Capital Management, добавляет к вышесказанному: «Основанное на рыночной капитализации индексирование никогда не утратит заслуженный и признанный титул короля мира инвестиций. В теории именно им мы все должны заниматься, оно позволяет огромной массе инвесторов получать хорошую доходность при низких затратах... это действительно "царь горы" на все времена».

Глава 5

В ЦЕНТРЕ ВНИМАНИЯ ФОНДЫ С САМЫМИ НИЗКИМИ ЗАТРАТАМИ

Чем больше забирают менеджеры,
тем меньше получают инвесторы

Практически все эксперты по фондам, инвестиционные консультанты, финансовые средства массовой информации и сами инвесторы полагаются — чуть ли не исключительно — на прошлые результаты при выборе фондов. Однако исторические данные говорят только о том, что было, и не могут предсказать, что будет. В самом деле, как вы узнаете чуть позже, концентрация на результатах фонда не просто непродуктивна, она контрпродуктивна. Здравый смысл где-то в глубине души шепчет: «Результаты приходят и уходят».

Эффект отставания — очень распространенное явление. Например, доходность, которую с 2008 по 2016 г. приносили своим инвесторам 186 из 200 крупнейших фондов акций, была ниже той, что им обещали!

Особенно наглядной разница была в период повального увлечения «новой экономикой» в конце 1990-х гг. Тогда фонды появлялись как грибы после дождя, а их риск был выше, чем у рынка акций в целом. Проблему усугубляла оголтелая реклама прошлых результатов самых модных фондов.

На фоне взлета рынка инвесторы несли в фонды акций все больше и больше денег. В 1990 г., когда акции были дешевы, они вложили всего \$18 млрд, а в 1999 и 2000 гг., когда акции были значительно переоценены, уже \$420 млрд (рис. 7.2).

Более того, подавляющее большинство вкладчиков отдавало предпочтение фондам «новой экономики», фондам технологического сектора, а также фондам роста (лидерам результативности), пренебрегая более консервативными фондами стоимости. Если в 1990 г. только 20% средств вкладчиков было инвестировано в рискованные агрессивные фонды роста, то в 1999 г. и в начале 2000-х гг., когда доходность таких фондов достигла пика, в них направлялось уже 95% средств. После схлопывания рыночного пузыря приток инвестиций упал до \$36 млрд в 2002 г. перед тем, как рынок достиг дна. Также инвесторы забирали свои средства из фондов роста и возвращались в фонды стоимости, но слишком поздно.

Посредственные результаты инвестирования вернулись во время финансового кризиса 2008–2009 гг. и последующего восстановления рынка. Инвесторы всегда гнались за прошлыми результатами, позволяя эмоциям — а порой



РИС. 7.2. Потери от неправильного выбора момента выхода на рынок и фонда: чистый приток средств в американские фонды акций

и жадности — брать верх над разумом. Многие из них бурно — и зачастую иррационально — реагировали на резкое падение рынка во время финансового кризиса и избавлялись от акций почти на дне. Значительное количество вкладчиков упустило часть последовавшего за кризисом периода восстановления, а иногда и весь период, а кумулятивный рост к концу 2016 г. составил примерно 250% от минимума.

Эмоции инвесторов + реклама индустрии фондов = проблема

Индустрия фондов сама усугубила проблему, играя на эмоциях инвесторов и создавая новые поддерживаемые агрессивной рекламой фонды в угоду быстрой моде (нередко рискованные и спекулятивные). Когда эмоции

Богл говорит о том, что нужно сосредоточить внимание на дивидендах, а о колебаниях цен акций можно забыть. По его словам, фондовый рынок — это сильнейший отвлекающий фактор, а инвесторам следует держать в поле зрения дивиденды...

Богл абсолютно прав в том, что дивиденды со временем плавно растут. Это делает их идеальным источником стабильного дохода для пенсионеров... Также он отмечает, что, хотя дивиденды не гарантированы, в прошлом они заметно падали всего пару раз...

Мне действительно нравится его общий посыл о том, что следует держаться выбранного курса, сосредоточиться на дивидендах, сохранять расходы на инвестирование низкими и не обращать внимания на цены акций. Также Богл верит в простые решения. Он противник распространенной сегодня практики создавать портфели из 10–15 классов активов, единственная цель которых — усложнение, позволяющее жадным инвестиционным менеджерам брать комиссию. Под простотой понимается включение в портфель акций и некоторого количества облигаций. Она также означает отказ от замысловатых стратегий и модных классов активов, чьи достоинства подтверждаются компьютерным тестированием на исторических данных».

Глава 7

ВЕЛИКАЯ ИЛЛЮЗИЯ

**Вот это сюрприз!
Доходность, объявленную
взаимными фондами,
инвесторы не видят как своих ушей**

Отрадно, что такие инсайдеры инвестиционной индустрии, как Питер Линч из компании Fidelity, бывший президент Института инвестиционных компаний Джон Фоссел, ведущий программы Mad Money Джеймс Крамер и Клиффорд Аснесс из AQR, согласны со мной (см. главу 4). Доходность типичного взаимного фонда акций несопоставима с доходностью, получаемой тем, кто просто владеет фондовым рынком через индексный фонд, привязанный к S&P 500.

Вместе с тем представление о том, что вкладчики полностью получают эту усеченную доходность взаимных фондов, не более чем иллюзия. И не просто иллюзия, а великая иллюзия. Реальность намного прозаичнее.

В сложных процентах за длительный период дивиденды вносят такой вклад в рост рынка, в который трудно поверить. Если исключить дивидендный доход, то первоначальный вклад в размере \$10000 в S&P 500, сделанный 1 января 1926 г., к началу 2017 г. вырос бы до \$1,7 млн. А с учетом реинвестирования дивидендов он превратился бы в \$59,1 млн! Эта поразительная разница в \$57,4 млн между результатом роста одной лишь рыночной цены и совокупным результатом при реинвестировании дивидендов просто отражает (в который раз) «магию сложных процентов без затрат» (рис. 6.1).

Стабильность уровня годовых дивидендов на акцию в индексе S&P 500 не может не поражать (рис. 6.2). За 90 с лишним лет, прошедших с 1926 г., было только три значительных падения: (1) 55%-ное падение в первые годы Великой депрессии (1929–1933 гг.); (2) 36%-ное падение после депрессии в 1938 г. и (3) 21%-ное падение во время



РИС. 6.1. Результат роста цены индекса S&P 500 по сравнению с результатом совокупного роста

глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. Это последнее падение произошло во многом из-за того, что банки были вынуждены отказаться от выплаты дивидендов. Дивиденды на акцию в индексе S&P 500 упали с \$28,39 в 2008 г. до \$22,41 в 2009 г., но достигли нового максимума (\$45,70) в 2016 г., который на 60% выше максимума 2008 г.

Менеджеры взаимных фондов придают дивидендному доходу мало значения

Учитывая значительность вклада дивидендов в сложных процентах в долгосрочной перспективе и относительную стабильность корпоративных дивидендов, активно управляемые взаимные фонды, казалось бы, должны придавать большое значение дивидендному доходу. Не так ли?

Вовсе нет! Дело в том, что договоры на управление взаимными фондами предусматривают выплату комиссии за консультирование, исходя из чистых активов,



РИС. 6.2. S&P 500 — дивиденды на акцию

с учетом риска на уровне все тех же 9,1%, что ставит индексный фонд на 0,2% в год выше фондов из самого дешевого квартиля.

**Если менеджеры не будут забирать
ничего, то инвесторы получают все,
т. е. рыночную доходность**

Предупреждение: годовая доходность индексного фонда с учетом риска, составлявшая в последние 25 лет 9,1%, производит еще большее впечатление, если учесть, что доходность активно управляемых фондов акций завышается (как и всегда) в результате включения в данные только тех фондов, которым удалось просуществовать в течение всего периода. Если включить в расчет это «смещение по выживаемости», то доходность среднего фонда акций упадет с 9% примерно до 7,5%.

Более того, выбор индексного фонда сделает ненужным поиск тех редких иголок в рыночном стоге сена, иначе говоря, тех нескольких активно управляемых фондов, которые превосходят рынок, зачастую в тщетной надежде, что их победы продолжатся и в будущем.

Как считает Morningstar, если и существует единственный фактор, на который инвесторы могут положиться при выборе будущих победителей и отсеивании проигравших, то это затраты фондов. Факты говорят предельно красноречиво: *чем больше забирают менеджеры и брокеры, тем меньше получают инвесторы*. И опять-таки, если менеджеры и брокеры не будут забирать *ничего*, то инвесторы получают *все* (т. е. совокупную доходность фондового рынка).

Не верьте мне на слово!

Тайлер Матисен, который сегодня является редактором деловых новостей CNBC, заслужил награды за то, что был одним из первых журналистов — если не самым первым, — осознавшим важную роль затрат взаимных фондов (коэффициента расходов, стоимости оборачиваемости портфеля и избыточных налогов) в сокращении доходности, которую получают их участники. Матисен, в то время ответственный редактор журнала *Money*, признал превосходство дешевых, налогооэффективных индексных фондов с низкой оборачиваемостью портфеля:

«Вот уже почти два десятка лет Джон Богл, саркастичный президент Vanguard Group, восхваляет достоинства индексных фондов, этих скучных портфелей акций, отслеживающих динамику рыночного барометра. Большую часть этого времени миллионы инвесторов (не говоря уже о десятках финансовых журналистов, включая меня) практически полностью игнорировали его слова.

Конечно, мы видим достоинства индексных фондов как организаций, имеющих низкие годовые расходы и крошечные комиссии за транзакции, поскольку оборачиваемость их портфелей сведена к минимуму. Более того, поскольку менеджеры индексных фондов переводят бумажные прибыли в реальные менее часто, чем те, кто стоит у руля активно управляемых фондов, их лайщики каждый год выплачивают государству меньше налогов. Эти три преимущества создают столь же впечатляющее трио, как Доминго, Паваротти и Каррерас.