

Содержание

Предисловие для российских читателей	7
Предисловие Уильяма Бернстайна	11
Предисловие к изданию 2006 г.	17
Предисловие к изданию 1993 г.	25
Введение	31
1 Рыночный риск, тайминг и формульные стратегии	35
2 Еще раз об усреднении затрат	65
3 Усреднение ценности	85
4 Инвестиционные цели с усреднением затрат	107
5 Траектория роста ценности	145
6 Как избежать налогов и операционных издержек	161
7 Игры с моделированием	183

8	Сравнение стратегий.....	201
9	Получение прибыли при чрезмерной реакции рынка	215
10	Нюансы реального инвестирования	239
11	Стратегии в работе: примеры.....	271
12	Заключительное слово	317

Предисловие для российских читателей

Книга, которую вы держите в руках, возможно, является первой переведенной на русский язык серьезной работой на тему планирования инвестиций. Несмотря на то, что российские консультанты часто говорят о финансовом и инвестиционном планировании, а услуги по разработке планов предлагаются клиентам на коммерческой основе, на деле под этим редко понимается что-либо выходящее за рамки умения пользоваться электронными таблицами для расчета сложного процента. Метод усреднения ценности (Value Averaging, VA), авторство которого принадлежит бывшему профессору Гарвардского университета Майклу Эдлесону, успешно используется на Западе уже свыше 30 лет, но практически неизвестен в России.

Это тем более удивительно, если принять во внимание цель данного метода. Подавляющее большинство инвестиционных планов обычно направлено на то, чтобы объяснить инвестору, на что он может рассчитывать в будущем, и напоминать, какие действия и в какой момент ему надлежит выполнить. В отличие от этого цель метода усреднения ценности выходит далеко за рамки создания формального документа, которому должен следовать дисциплинированный клиент. Она куда интереснее: путем планирования постараться повысить доходность инвестиций.

Книга Майкла Эдлесона не самая простая для понимания. Она потребует вдумчивого прочтения с карандашом в руках, а возможно, и работы с электронными таблицами. Но я уверен, что книга обязательно найдет своих читателей в России и вооружит их предлагаемыми методиками. Это касается как инвесторов, так и консультантов. Ведь лучшим обоснованием гонораров последних служит достижение инвестиционных целей клиентов и увеличение доходности их инвестиций.

Книга также будет полезна как введение в инвестиционную деятельность, поскольку в доступной форме излагает базовые идеи правильных инвестиций, а также предоставляет и объясняет математический аппарат для расчета (и оценки) доходностей, рисков и методов управления ими.

Как переводчик хочу отметить, что на протяжении всей книги автор сравнивает и противопоставляет друг другу два метода планирования инвестиций, которые в английском языке называются Dollar Cost Averaging (DCA) и Value Averaging (VA). В качестве базового варианта перевода с английского на русский обоих терминов — и cost, и value — чаще всего используется слово «стоимость». Однако в этом случае смысл противопоставления двух принципиально разных подходов оказался бы полностью утерян. Если и там и там усредняется стоимость, тогда в чем разница?

А разница терминов cost и value применительно к обсуждаемой теме состоит в том, что cost — это стоимость на входе (то, что мы платим), тогда как value — это стоимость на выходе (то, что мы получаем).

Во избежание путаницы при переводе обоих терминов я отказался от слова «стоимость». В итоге термин cost, как правило, переводится как «затраты», а термин

value — «ценность». Отсюда и перевод названия книги: «Усреднение ценности».

За более чем 30 лет математические подходы не изменились, однако изменились технические инструменты для проведения расчетов. Финансовые калькуляторы, похоже, ушли в прошлое, практически не используются уже и электронные таблицы Lotus 1–2–3. В связи с этим я привел в комментариях ссылки на функции Excel, позволяющие провести описанные в книге расчеты.

СЕРГЕЙ СПИРИН

Предисловие

Уильяма Бернстайна

С момента первого издания в 1991 г. авторитет «Усреднения ценности» неуклонно рос, пока книга не достигла статуса классической и даже культовой. Ее читатели настолько неохотно расставались с оригинальными изданиями, что эти непритязательные экземпляры сами по себе оказались высокодоходными инвестициями. После закрытия издательства International Publishing Company, выпустившего книгу в свет, остатки последнего тиража разошлись очень быстро. В результате цена на подержанные экземпляры оказалась сравнима со стоимостью первых изданий Фрэнсиса Скотта Фицджеральда.

Так почему же инвесторы были готовы отдать сотни долларов за тонкую книжицу в мягкой обложке? Безусловно, важным качеством инвестиционной классики является литературная составляющая: достаточно вспомнить безупречную логику повествования «Разумного инвестора»¹ Бенджамина Грэма, тонкий юмор и великолепный язык «Случайной прогулки по Уолл-стрит»² Бертона Мэлкила, очевидную мораль «Взаимных фондов с точки зрения здравого смысла» (Common Sense on Mutual Funds)

¹ Грэм. Д. Разумный инвестор: Полное руководство по стоимостному инвестированию. — М.: Альпина Паблишер, 2014.

² Мэлкил Б. Случайная прогулка по Уолл-стрит. — Мн.: Попурри, 2006.

Джона Богла или элегантный сюжет «Горя неудачникам» (Devil Take the Hindmost) Эдварда Ченселлора. В отличие от этих шедевров «Усреднение ценности» Майкла Эдлесона вряд ли получится читать взахлеб — свое место в пантеоне лучших книг по инвестициям она заняла по другой причине. Дело в том, что книга Майкла Эдлесона была и остается лучшим руководством для создания устойчивого денежного потока в инвестиционном портфеле. Скажу больше: это *единственная* книга, которая настолько подробно объясняет любому инвестору, от самого скромного участника пенсионного плана 401(k)¹ до управляющего крупным пенсионным фондом, каким образом он может в полной мере использовать эту мощную стратегию.

Своей силой стратегия усреднения ценности обязана сочетанию двух методов, которые до этого применялись отдельно друг от друга: усреднению затрат и ребалансировке портфеля. Главная идея усреднения затрат (проверенного временем метода регулярной покупки равных объемов акций) состоит в том, чтобы покупать акции или паи по низким ценам в больших объемах, чем по высоким, что в среднем увеличивает общую доходность. В то же время ребалансировка обычно применяется к уже сформированным портфелям и требует периодической корректировки долей активов, заставляя инвестора принимать торговые решения в строгом соответствии с правилом «покупай дешево, продавай дорого».

Главная заслуга Майкла Эдлесона состоит в его прощательной догадке, что на этапе накопления портфеля эти две техники можно объединить: не только покупать

¹ 401(k) — наиболее популярный пенсионный план частной пенсионной системы США. Его название соответствует номеру статьи Налогового кодекса США. — *Прим. пер.*

больше *акций* по низким ценам и меньше — по высоким, как в случае усреднения затрат, но и направлять больше *денег* на покупку акций по низким ценам и меньше — по высоким, что заметно улучшает долгосрочный результат.

Каждый инвестор, которому посчастливилось прочитать «Усреднение ценности» в 1990-х и на практике применить этот метод, был щедро вознагражден. Цены в то сумасшедшее десятилетие бросали вызов и логике, и благоразумию, но стратегия усреднения ценности четко указывала своим последователям постепенно снижать объем инвестиций и вкладывать в дорогостоящие акции все меньше денег. Затем, когда в 2000–2002 гг. цены резко упали, накопленный за предыдущие несколько лет капитал был использован ими для покупки подешевевших акций.

Конечно, ни одна инвестиционная стратегия не является универсальным средством. Регулярная ребалансировка портфеля, к примеру, *обычно* увеличивает его доходность, но так происходит не всегда. Когда рынки сильно движутся вверх или вниз в течение длительного периода, как это происходило, например, в 1990-е гг. в США (вверх) и в Японии (вниз), ребалансировка может навредить доходности портфеля в результате постоянных покупок падающего или непрерывных продаж растущего актива. То же самое относится и к усреднению ценности по классу активов в течение относительно небольшого периода (несколько лет) на растущем в целом рынке — в этом случае инвестору было бы выгоднее совершить единовременную покупку на всю сумму.

Большинство инвесторов пополняют свои портфели в течение десятилетий. В этом случае риски «плохого расклада» существенно ниже, но все же не сведены к нулю и являются главным образом результатом неверной оценки долгосрочной доходности рынка — одного из главных

факторов стратегии усреднения ценности. Сильное завышение этого показателя приведет к покупке слишком большого количества акций, возможно даже превышающего собственные ресурсы инвестора, а чрезмерное занижение этой переменной, напротив, будет препятствовать поступлению в портфель доходных активов.

В последние десятилетия в сфере пенсионных накоплений произошел тектонический сдвиг: на место традиционных пенсионных планов с фиксированными выплатами пришли разнообразные схемы, основанные на фиксированных взносах, главной из которых в США является план 401(k). Конечным результатом этого радикального изменения парадигмы стало то, что десятки миллионов сотрудников невольно превратились в управляющих своими портфелями. По сути, мы говорим о грандиозном и беспрецедентном эксперименте из области социальной инженерии. Для подавляющего большинства его участников, не обученных основам финансовой грамотности и не владеющих надежными методами инвестирования, он закончится плачевно. Те немногие, кто преуспееет, наверняка окажутся внимательными читателями книг, перечисленных в начале этого предисловия. Читать их лучше всего именно в том порядке, в каком они приведены. «Усреднение ценности» — книга, завершающая список, — это, если хотите, рецепт секретного соуса, вишенка на торте. В стандартных условиях стратегия обеспечит дополнительную доходность сверх того, что может дать относительно недорогой, строго структурированный и диверсифицированный портфель.

Инвестиционная стратегия напоминает чертеж небоскреба. Одно дело — понимать, как собираются стальные и бетонные элементы, и совсем другое — заниматься сваркой, болтаясь на балке, когда под тобой 60 этажей. Усреднение ценности является необходимым и существенным

элементом создания надежного портфеля, но одного этого метода, конечно, недостаточно. Во-первых, вы должны создавать сбережения. Возможно, вы умеете выбирать ценные бумаги не хуже Уоррена Баффетта, но, если вы не в состоянии откладывать значительный процент своего дохода, этот талант пропадет даром.

Во-вторых, и это не менее важно, вы должны быть в состоянии *реализовать* стратегию. Путь усреднения ценности предполагает, что, когда все вокруг запаниковали, вам надлежит не просто сохранять выдержку и продолжать покупать акции, но и делать это в гораздо больших объемах, чем обычно. Особенно важным это становится, если вы продвинулись на этом пути уже достаточно далеко: чем больше активов в вашем портфеле, тем выше объем необходимых покупок на медвежьем рынке. Как гласит старая поговорка, «без смелости не взять крепости»: не у всех хватит мужества применить знания.

Рискую перегрузить читателя обилием метафор, но инвестиционный процесс можно уподобить спорадической, бесконечной войне — войне против рынков, а также против собственных эмоций. Хотя книга доктора Эдлесона не одарит вас мужеством, чтобы противостоять этим серьезным противникам, но с ее помощью вы сможете пройти курс молодого бойца, получить оружие и бронежилет, которые позволят сражаться на рынках капитала.

Уильям Бернстайн

Предисловие к изданию 2006 г.

Прошло 16 лет с момента первой публикации «Усреднения ценности» (1991 г.) и 14 лет — с даты выхода переработанного издания книги (1993 г.). Вы держите в руках именно это, второе, ставшее классическим издание. Время, прошедшее с тех пор, скучным для инвесторов не назовешь. По мере того, как сказочный рост рынков сменялся падениями, люди делали состояния, теряли их и обретали вновь.

Перед тем как приступить к изучению текста 1993 г., давайте посмотрим, является ли усреднение ценности столь же действенной стратегией для современных рынков, как и для рынков того времени. Для этого обратимся к исторической перспективе, сравнив десятилетие с 1996 по 2005 г. с тем, что происходило на рынках 70 лет назад (1926–1935 гг.). Вы вряд ли застали этот период нашей истории, но, вероятно, знаете о том, что происходило на рынках в 1920-е и 1930-е гг.: огромный спекулятивный пузырь, чудовищный крах 1929 г., беспрецедентный спад капитализации компаний, постигший их в последующие за этим несколько лет, и, конечно, Великая депрессия 1930-х гг. На рис. П. 1 график движения рыночного индекса в это кошмарное десятилетие сопоставлен с другим графиком, тоже десятилетним, но отстоящим от первого ровно на 70 лет (графики приведены к одному масштабу). Это сравнение дает нам пищу для размышлений: плавный подъем, взлет в небеса, крах, почти мгновенный

отскок, более болезненное и продолжительное второе падение и, наконец, устойчивый подъем из глубин ада примерно через три года. Согласитесь, сходство с событиями 70-летней давности почти сверхъестественное.

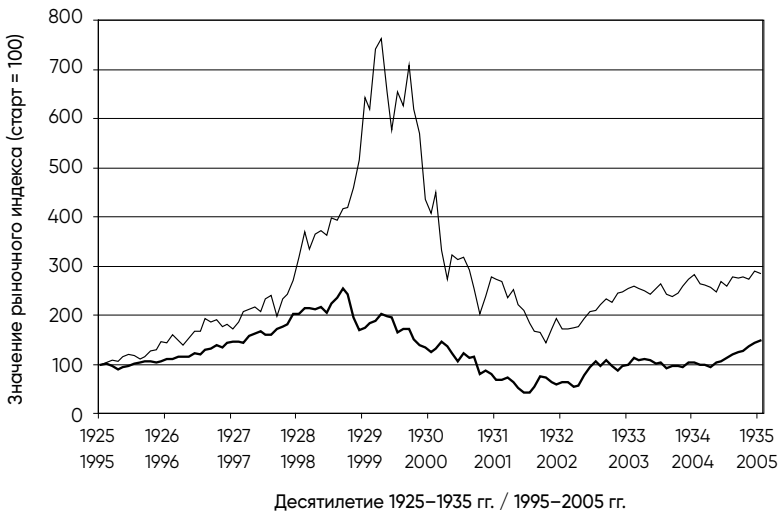


Рис. П. 1. Сравнение десятилетних графиков: Великая депрессия (1925–1935 гг.) или пузырь доткомов на NASDAQ (1995–2005 гг.)?

Неужели я забыл подписать графики? Исправляюсь. Более жирная кривая описывает движение рынка в 1926–1935 гг., а та, что потоньше, которая почти упирается в верхнюю границу, показывает путь индекса NASDAQ 100, проделанный им в недавнее десятилетие — 1996–2005 гг. Не пытайтесь преуменьшить колоссальные трудности, с которыми столкнулись наши бабушки и дедушки, стоит признать, что американские горки, пережитые нами не так давно, выглядят впечатляюще.

Данные для анализа в классическом издании ограничивались 1991 г. Поэтому в нескольких критически важных местах настоящего издания 2006 г. я добавил

современные данные и дал ряд актуальных советов на их основе. На рис. П. 2 сопоставлены графики трех индексов, информация о которых вошла в обновленное издание: индекса NASDAQ 100, индекса S&P 500 и индекса широкого рынка Russell 3000. Вложив в конце 1991 г. в каждый из этих индексов одинаковую сумму, к 2006 г. вы бы вчетверо увеличили свои инвестиции в S&P и Russell и более чем впятеро — инвестиции в NASDAQ (если, конечно, пережили бы эту «увеселительную поездку»).



Рис. П. 2. Динамика фондового рынка США (с момента выхода первого издания книги)

Насколько успешно показали бы себя описанные в книге формульные стратегии в течение этого 14-летнего периода? Приятная новость в том, что они продолжали работать и обеспечивать хорошую доходность, особенно стратегия усреднения ценности. Но есть и другая новость, еще лучше: стратегия усреднения ценности не просто хорошо, а великолепно работала для каждого из представленных индексов в этот период.

В табл. П. 1 представлена итоговая *внутренняя норма доходности* (internal rate of return, IRR), полученная в результате применения инвестиционных стратегий ежемесячно с декабря 1991 г., начиная с того момента, на котором заканчиваются данные классического издания. Для всех индексов усреднение ценности (VA) продолжало приносить более высокую доходность, чем усреднение затрат (DCA). Особенно хорошо стратегия VA показала себя на индексе NASDAQ, обеспечив за этот период свыше 5,5% дополнительной доходности, что более чем на 50% выше доходности от усреднения затрат (DCA).

Таблица П. 1. Результаты стратегий, 1991–2005 гг. (регулярные инвестиции – \$100 в месяц, инвестиционная цель ~\$50 000)

Индекс	Норма доходности DCA, %	Норма доходности VA, %
S&P 500	8,3	9,0
Russell 3000	8,6	9,5
NASDAQ 100	9,6	15,2

Некоторые главы в этом издании дополнены материалами, подтверждающими, что стратегия по-прежнему работает, и показывающими, как она может быть реализована на сегодняшних рынках.

В конце главы 5 вы найдете краткие «Примечания 2006 г.», которые дополняют основной материал комментариями к инвестиционным стратегиям и советами по их реализации. Вот некоторые из них кратко:

- Рынок (за исключением NASDAQ) вел себя примерно так, как мы и прогнозировали.
- *Ожидаемая* будущая доходность фондового рынка, вероятно, окажется значительно ниже, чем

прогнозировалось в классическом издании. Используйте более низкие ставки, усредняя ценность сегодня.

- В то время как стратегия DCA по-прежнему работает неплохо, стратегия VA продолжает превосходить ее, генерируя еще более высокие доходности.
- Будьте внимательны с инструкциями к таблицам Lotus 1–2–3, приведенными в приложениях; поскольку Excel устроен иначе, у вас не получится применить их в точности. Подробнее об электронных таблицах см. ниже.
- В последние два десятилетия, предварявшие выход классического издания 1991 г., рынки статистически вели себя более спокойно, чем в среднем исторически.
- Я по-прежнему рекомендую использовать усреднение ценности на квартальных инвестиционных периодах.
- Кардинальные изменения в инвестиционном ландшафте существенно улучшают ваши возможности по реализации стратегий накопления. Новые инструменты, лучше и дешевле прежних, обеспечивают гибкость, о которой можно было только мечтать, когда 16 лет назад я писал эту книгу.

В отличие от классического, в обновленном издании я не использовал данные CRSP NYSE / AMEX¹; очевидная проблема заключалась в том, что в этом случае данные

¹ Индексы Центра изучения котировок ценных бумаг, данные Нью-Йоркской фондовой биржи и Американской фондовой биржи. — *Прим. пер.*

индекса NASDAQ оказались бы не включены в анализ. Поэтому я работал с историческими ежедневными данными основных фондовых индексов, два из которых (Russell 3000 и Wilshire 5000) базируются на широком рынке и примерно сопоставимы с исходными данными CRSP, но при этом включают и акции, торгующиеся на NASDAQ. Анализ предполагал реинвестирование дивидендов (анализ совокупной доходности), однако при проведении анализа доходности только на основе ценовых индексов я получил практически те же результаты.

Наконец, пара замечаний для тех из вас, кто хочет глубже проникнуть за кулисы инвестиционного мира. Несколько лет назад было опубликовано академическое исследование профессора Пола Маршалла по усреднению ценности (Paul S. Marshall. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 13, №1, 2000). Если интересно, можете набрать в поисковике «Marshall value averaging» и ознакомиться с его статьей и некоторыми связанными с ней работами.

На сайте компании John Wiley & Sons в качестве дополнения к этой книге размещены несколько моих электронных таблиц Excel. С их помощью вы сможете выполнить несложный анализ на основе бэк-тестов исторических данных, запустить симуляции и настроить электронные таблицы, чтобы начать инвестирование по предложенным стратегиям.

Эти инструменты предоставляются без каких-либо гарантий, они не лицензированы и для них не предусмотрена техническая поддержка, однако я надеюсь, что многие из вас убедятся в том, насколько они полезны. Просто зайдите по адресу <http://www.wiley.com/go/valueaveraging> и введите пароль для доступа к файлам: «1991–2006».

Есть много людей, которым я хотел бы выразить признательность, но особо хочу поблагодарить доктора Уильяма Бернштейна, превосходного литератора, за его поддержку и настойчивые призывы переиздать эту книгу, а также Билла Фаллуна, который увидел возможность для этого. Кроме того, я благодарен своей замечательной и заботливой жене Джен, а также Тому, Дэвиду, Кену, Дэвиду, Шейну и Дэну (наряду с другими моими замечательными коллегами), каждый из которых делает новый день интереснее предыдущего.

Майкл Эдлесон,
май 2006 г.

Конец ознакомительного фрагмента.

Приобрести книгу можно

в интернет-магазине

«Электронный универс»

e-Univers.ru