

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие.....	7
Введение.....	11
Примечание для читателя.....	25
Часть I. Заблуждения инвесторов.....	27
Глава 1. Не верьте цифрам! Ловушки одержимости числами.....	31
Глава 2. Незыблемые правила простой арифметики.....	49
Глава 3. График-обличитель.....	71
Глава 4. Вопрос настолько важный, что трудно думать о чем-то ином.....	91
Глава 5. Поразительный дар распознавать очевидное.....	105
Часть II. Провал капитализма.....	115
Глава 6. Где корпоративная Америка сбилась с пути?.....	119
Глава 7. Как навести порядок в финансовой системе.....	139
Глава 8. Исчезающие сокровища: ценности деловой и инвестиционной культуры.....	151
Глава 9. Кризис этических пропорций.....	167
Глава 10. «Черный понедельник» и «черные лебеди».....	171
Глава 11. Эпоха Go-Go.....	193
Часть III. Что случилось с «взаимными» фондами?.....	205
Глава 12. Как индустрия взаимных фондов перестала быть «взаимной»: «Альфа» и «Омега».....	207
Глава 13. Новый порядок вещей: возвращение «взаимных» фондов к взаимности.....	233
Глава 14. Принцип фидуциарности: никто не может служить двум господам.....	265
Глава 15. Взаимные фонды на рубеже тысячелетий:	

директора фондов и мифы о фондах.....	285
Глава 16. «Высокие стандарты коммерческой чести... справедливые и равноправные принципы торговли... добросовестное ведение дел с инвесторами»	303
Часть IV. Достоинства индексного инвестирования.....	329
Глава 17. Успех в управлении инвестициями: чему мы можем научиться у индексного инвестирования?.....	333
Глава 18. Индексный фонд на пути от ереси к догме: что мы должны знать?.....	349
Глава 19. «Краеугольный камень»	371
Глава 20. Конвергенция!.....	387
Часть V. Предпринимательство и инновации	411
Глава 21. Капитализм, предпринимательство и инвестирование: XVIII в. против XXI в.	413
Глава 22. 17 правил предпринимательства	427
Глава 23. «Vanguard: сага о героях»	439
Глава 24. Когда инновации заходят слишком далеко?	459
Часть VI. Идеализм и новое поколение	471
Глава 25. Бизнес как призвание.....	473
Глава 26. Правильный успех.....	479
Глава 27. «Главное: будь верен сам себе».....	483
Глава 28. «Достаточно»	491
Глава 29. Верь сам в себя.....	497
Глава 30. Пятое «никогда»	505
Глава 31. «Когда человек приходит к себе»	511
Часть VII. Герои и наставники.....	517
Глава 32. Уолтер Морган	523
Глава 33. Пол Самуэльсон	527
Глава 34. Питер Бернстайн.....	533
Глава 35. Бернارد Лаун, доктор медицины.....	537
Об авторе	542

ПРЕДИСЛОВИЕ

Не верьте цифрам! Или, быть может, следовало сказать «даже не надейтесь на *цифры*»? Не секрет, что хваленая американская финансовая система не раз пускала нас на дно в бурное первое десятилетие 2000-х. Оно началось с впечатляющего краха фондовой биржи в 2000–2002 гг., когда все здание ожиданий в отношении наших компаний, выстроенное недобросовестными «аналитиками», которые должны были знать (и действительно знали!) обо всем лучше остальных, рухнуло у нас на глазах. За сильнейшим финансовым шоком последовали череда бухгалтерских скандалов в Enron, WorldCom и других компаниях в 2001–2002 гг., скандалы вокруг взаимных фондов в 2003 г., и затем — мать всех финансовых крахов: ошеломительная серия финансовых кризисов, которые начались летом 2007 г. и в конечном итоге поставили всю финансовую систему на грань разрушения, а мировую экономику — на колени. В свете происходящего, возможно, вы полагаете, что лидеры Америки как в сфере политики, так и финансов часто появляются на публике с подробнейшими объяснениями и многословными извинениями. Но вы ошибаетесь. В ответ — тишина.

Вот где на сцену выходит Джек Богл, совесть Уолл-стрит, если у Уолл-стрит вообще может быть совесть. Точнее, Богл никогда не уходил со сцены. На протяжении многих десятилетий своими обличительными речами и неумолимым пером он пытался заставить индустрию взаимных фондов и финансовую отрасль в целом принять более высокие деловые, фидуциарные и этические стандарты. На самом деле в основу давнего названия этой книге эссе легла лекция, прочитанная Боглом в Принстонском университете (нашей с ним *alma mater*) в 2002 г., а некоторые эссе написаны еще раньше. У тех, кто стоит у руля нашей финансовой системы и нашего государства, имелась в распоряжении масса времени, чтобы все исправить, прислушивайся они больше к тому, что говорит Богл. К сожалению, его голос слишком часто был подобен гласу вопиющего в пустыне.

Этот прекрасный голос громко и убедительно звучит здесь, в ценнейшем собрании 35 эссе, в большинстве своем лаконичных и емких по содержанию. Они охватывают темы, которые больше всего волнуют Богла: непомерная сто-

имость услуг финансовых посредников; постыдное несоблюдение фидуциарных обязательств в их обычном понимании; неэффективное использование дорогостоящих талантов в финансовых манипуляциях вместо полезной производительной деятельности; удручающее торжество эмоций над трезвым разумом в очень многих инвестиционных решениях и проистекающая из этого — порой чрезвычайно пагубная — победа спекуляций над инвестированием. Если прежде вы уже слышали мнение Богла по этим вопросам, возможно, вам будет полезно освежить в памяти его уроки. Если же нет, то вас ждет истинное удовольствие, потому что Богл излагает свои идеи не только со страстью и убежденностью, но и делает это увлекательно, остроумно и с подлинным литературным талантом. В какой еще финансовой книге вы найдете ссылки на Горация, Бенджамина Франклина, Эдгара Алана По и Стивена Кольберта?

Неудивительно, что Богл как ветеран индустрии взаимных фондов и отец индексного инвестирования направляет свой гнев в первую очередь на высокую стоимость услуг финансовых посредников. Он не устает напоминать инвесторам фундаментальную формулу:

$$\text{Чистая доходность инвесторов} = \text{Валовая доходность активов} - \text{Затраты на инвестирование}$$

Эта формула, помимо прочего, подразумевает, что инвестиционный консультант, брокер или управляющий взаимным фондом зарабатывает свои комиссионные только в том случае, если валовая доходность, которую он *добавляет* благодаря тому, что «переигрывает рынок», превышает *вычитаемые* им издержки. Имея на руках многочисленные доказательства обратного, Богл сомневается в распространенности подобной практики. Например, в 4-й главе он приводит шокирующую цифру: в 2007 г. стоимость посреднических услуг в сфере торговли ценными бумагами составила \$528 млрд. Это равняется 3,8% ВВП или, по замечательному совпадению, составляет ровно ту сумму, которую американские компании вместе взятые потратили в том же 2007 г. на новые заводы, офисы и магазины. Принесли ли эти бробдинггеские затраты¹ столь же весомые выгоды? Богл уверен, что нет, и, судя по всему, он прав. Богл превозносит достоинства индексного инвестирования — в первую очередь низкие операционные издержки. Впрочем, это неудивительно слышать от человека, давшего нам Vanguard. Богл должен знать, о чем говорит, — и он действительно знает.

Фидуциарная обязанность всегда занимала центральное место в его пантеоне добродетелей и пороков — и некоторые из эссе в этом сборнике ярко демонстрируют его высокие моральные принципы и прочный фундамент, состоящий из чувства ответственности и долга. В конце концов, как напоминает нам Богл в названии 14-й главы (и на протяжении всей этой книги), «никто не может служить двум господам». (Хотя на Уолл-стрит многие пытаются служить более чем двум.) По словам «Святого Джека», как иногда называют Богла, «фидуциарная обязанность — наивысшая из известных закону». Помимо всего

¹ Колоссальные затраты, по названию страны великанов Бробдинггес из книги Джонатана Свифта «Путешествия Гулливера». — *Прим. пер.*

ПРЕДИСЛОВИЕ

прочего, она подразумевает, что доверенное лицо «во всех случаях действует исключительно в интересах доверителя» и «никогда не ставит личную заинтересованность превыше этой обязанности» или не оказывается в ситуации, когда «фидуциарная обязанность по отношению к клиенту вступает в конфликт с такой обязанностью по отношению к кому-либо еще». Можете себе представить, насколько мягче был бы финансовый кризис, если бы Уолл-стрит придерживалась таких простых правил? Если нет, прочитайте эссе Богла на эту тему. И вы поймете.

Я мог бы продолжать дальше и дальше, но вы купили эту книгу для того, чтобы читать Богла, а не Блиндера. Позвольте мне закончить свое предисловие одной крамольной мыслью, которая крутится у меня в голове после чтения этих эссе.

После того как пик финансовых катаклизмов 2007–2009 гг. был пройден, т. е. примерно в марте 2009 г., политики, эксперты по финансовым рынкам, ученые и другие причастные лица смогли переключить свое внимание с мер чрезвычайного реагирования, которые были нужны для спасения системы от полного краха, на продумывание долгосрочных структурных реформ, необходимых для строительства более устойчивой и более справедливой финансовой системы. Это дало толчок широким национальным дебатам, результатом которых стало принятие в 2010 г. судьбоносного Закона Додда — Франка о реформе Уолл-стрит и защите потребителей. Понятно, что это только начало. Но по мере разворачивания этих дебатов у меня возникла абсолютно недемократичная и, надо признать, крамольная мысль: а не лучше ли было поручить это дело небольшой команде известных своей честностью и умом специалистов, подобных Джеку Боглу? Закончив читать эту книгу, вы поймете почему.

Алан Блиндер,
профессор экономики
Принстонского университета,
один из директоров Принстонского центра
исследований в области экономической
политики,
бывший вице-председатель
Федеральной резервной системы

*Принстон, штат Нью-Джерси
Май 2010 г.*

ВВЕДЕНИЕ

Наше общество чрезмерно полагается на цифры, не понимая, насколько они эфемерны и как легко ими манипулировать. Мы принимаем существующее положение дел за данность, бездумно проецируем вчерашние тенденции и сегодняшние обстоятельства на будущее — и даже на далекое будущее. Подобные заблуждения привели к тому, что мы не хотели или не могли увидеть те глубокие дефекты, которые образовались в современном капитализме. Но глобальный финансовый кризис и крах фондового рынка 2007–2009 гг. заставили нас наконец-то обратить внимание на эти недостатки. Как показали последние три года, игнорирование реальности обходится очень дорого. В этой книге я постарался объяснить, как наше общество пришло туда, где оно находится сегодня, и как мы можем начать оправляться от тех колоссальных потерь, которые понесли.

В более широком смысле «Не верьте цифрам!» — книга о том, как мы обманываем самих себя и какие последствия влечет для общества наше нежелание смотреть в лицо реалиям жизни. В этой книге изложена неофициальная версия недавней финансовой истории, изобилующей примерами самообмана. Кроме того, цель книги состоит в том, чтобы дать обычным людям более глубокое понимание нашей сложной финансовой системы и поощрить их ее исследовать, обсуждать, подвергать сомнению, а также выполнять свою обязанность задавать простые вопросы и требовать ответы — ясные, понятные и, прежде всего, разумные.

Очевидно, что мы обманывали самих себя, игнорируя те силы, которые привели к катастрофической рецессии 2008 г. Хотя я и не мог спрогнозировать, что именно обвал на рынке жилья станет спусковым механизмом рецессии, в октябре 2007 г. я предупреждал о неизбежности подобного развития событий. Признаки надвигающейся катастрофы были налицо: резкое наращивание долгов; чрезвычайная волатильность рынков, вызванная преобладанием спекуляций над инвестированием; переход от экономики услуг к доминированию финансового сектора; широкое распространение сложных финансовых инструментов.

Задолго до описанных событий я предостерегал об опасностях введения кредитных дефолтных свопов (CDS), облигаций, обеспеченных долговыми

обязательствами (CDO), а также структурированных инвестиционных инструментов (SIV), которые, как оказалось впоследствии, сыграли главную роль в обвале фондового рынка и экономическом крахе 2008–2009 гг. В 2007 г. я выражал свою обеспокоенность влиянием этих «умопомрачительно сложных и дорогостоящих» финансовых продуктов и говорил о том, что настало время объективно взглянуть на реальность. Закон Додда — Франка, подписанный президентом Обамой в июле 2010 г., представляет собой первую попытку реформировать финансовую систему и предотвратить будущие спекулятивные крахи. Хотя новый закон не может дать стопроцентной гарантии, он делает повторение недавних событий менее вероятным.

Во второй части («Провал капитализма») мы поговорим о том, что именно пошло не так — в частности, к каким пагубным последствиям привело ныне пошатнувшееся убеждение, что стремления к личной выгоде и свободных рынков достаточно для того, чтобы обеспечить оптимальную эффективность функционирования нашей экономики и нашего общества. Я предлагаю некоторые решения, которые позволят исправить сложившееся положение дел, продолжающее наносить ущерб нашей стране. Прежде всего, это предполагает создание нового общества, основанного на фидуциарных отношениях, где управляющие институциональными активами (агенты), которые сегодня контролируют корпоративную Америку, будут обязаны ставить интересы своих клиентов (принципалов) во главу угла. Это называется *ответственным управлением, или служением*.

Вот как Анатолий Калецкий, экономический обозреватель лондонской газеты *Times*, подводя итоги, говорит о том, где мы свернули с правильного пути, подтверждая мой анализ, сделанный в первых двух частях этой книги:

Кейнс никогда не публиковал экономических прогнозов, как и Хайек, Рикардо или Адам Смит. Чего действительно требовала экономика, так это набора аналитических инструментов, чтобы объяснить действительность и предложить разумные ответы в случае непредвиденных событий... Замена наблюдаемых фактов вероятностными распределениями не решает проблему неопределенности. Такой подход только скрывает истинную проблему... игнорируя роль имманентной непредсказуемости в финансах....

Склонность современной экономической теории к необоснованным и чрезмерно упрощенным предположениям позволила политическим деятелям, регуляторам и банкирам построить для себя воображаемый мир на основе идеологии рыночного фундаментализма, согласно которой... эффективные, всезнающие рынки способны решить все экономические проблемы, если правительство будет держаться в стороне... Однако предположения об эффективных, самостабилизирующихся рынках дискредитовали себя¹.

Индустрия взаимных фондов, в которой я проработал всю жизнь, как нельзя лучше иллюстрирует эти изъяны, о чем мы поговорим в третьей части этой книги — «Что случилось с “взаимными” фондами?» (Мне известен лишь один

¹ Калецкий А. Позитивные стороны экономического спада // *Wall Street Journal*. 2010. 19 июня.

инвестиционный фонд — основанный мной 36 лет назад Vanguard, который отвечает определению *взаимный*: принадлежащий его пайщикам.) Играя на эйфорических настроениях инвесторов, подстегиваемых мощнейшим бычьим трендом за всю историю фондового рынка, активно управляемые взаимные фонды стали одним из самых быстрорастущих финансовых «продуктов» всех времен, и это объяснялось рекордным ростом самого рынка, который вряд ли когда-нибудь повторится. К моменту окончания рыночного бума в начале 2000 г. — после двух десятилетий, на протяжении которых среднегодовая доходность акций составляла невероятные 16%, \$10 000, инвестированные на фондовом рынке в 1980 г., превратились в \$183 000. Но это был конец бума, за которым, как всегда, последовал глубокий спад.

Рост отраслевых активов за этот период — приходящийся в основном на фонды акций — со \$135 млрд до \$7,3 трлн скрывает тот факт, что немногие взаимные фонды преуспели в том, чтобы заработать сопоставимые прибыли. На самом деле, как в очередной раз подтвердила практика, самым эффективным способом получения максимальной доходности, генерируемой фондовым рынком, является не активное управление, а пассивное держание акций. И возможность делать именно это — т. е. просто владеть фактически всей совокупностью публичных американских компаний через индексный фонд акций (или, на американском рынке облигаций, через индексный фонд облигаций) — существует вот уже более 30 лет.

В последние годы индексные взаимные фонды стали получать все большее признание, чему посвящена четвертая часть этой книги «Достоинства индексного инвестирования». Индексное инвестирование находится на пороге подъема, и причина этого в простейшей арифметике — чистая доходность, которую получает инвестор, равняется валовой доходности рынка за вычетом (намного более низких) затрат на инвестирование. Индексное инвестирование базируется не на какой-то там абстрактной концепции «эффективных рынков», а на низких издержках, широкой диверсификации и налоговой эффективности. Иными словами, на абсолютно конкретных реалиях. В отличие от этого, у активного управления нет такого фундамента; превосходство активных управляющих как группы — иллюзия.

В пятой части я обращаюсь к теме «Предпринимательство и инновации», где продвигаю идею о том, что частная инициатива должна быть направлена на служение обществу, а не только на извлечение корыстной материальной выгоды. В конце концов, более двух столетий назад в своем труде «Теория нравственных чувств» (The Theory of Moral Sentiments) Адам Смит, которого многие считают святым — покровителем капитализма, требовал от представителей бизнеса гораздо большего:

Обыкновенный человек должен... приобретать на избранном поприще обширные сведения и высокую степень искусства... Он должен быть терпелив в труде, решителен в опасности и непреклонен в бедствии. Дарования его должны бросаться в глаза разумными предприятиями, важным знанием и трудолюбием их, а также неутомимым преследованием цели. Честность и благоразумие, великодушие и искренность должны отличать все его поступки в обыденной жизни; он должен предпочитать ситуации, требующие

проявления великих дарований и добродетелей, а не такие, успех которых вызывает только одобрение¹.

В середине 2010 г. созвучная Адаму Смиту мысль была высказана Анатодем Калецким из лондонской *Times*, процитировавшим слова Макиавелли о том, что честь и благосостояние государства должны двигаться стремлениями лидеров — предположительно не только политиков, но и предпринимателей также. Макиавелли «считал погоню за мирской “славой” мотивирующим принципом, заставляющим лидеров осуществлять “великие предприятия” и совершать “великие деяния” на благо своих сограждан, а не только ради собственной корысти». Обсуждая тему предпринимательства, я привожу 17 правил успеха, последнее из которых напрямую перекликается с идеями Адама Смита: «Наивысшее вознаграждение мы получаем тогда, когда помогаем построить лучший мир». В этой части книги также рассматривается тема инноваций, тесно связанная с предпринимательством. Недавние финансовые инновации принесли баснословные прибыли для Уолл-стрит — и не менее баснословные убытки для тех, кто вкладывал в них свои деньги. Но есть и исключения, включая шесть инноваций в индустрии взаимного инвестирования, которые удовлетворяют ключевому критерию служения интересам инвесторов.

Мы не должны забывать о том, что идеализм всегда играл важную роль в американской традиции, и та точка зрения, что вещи, которые можно подсчитать, даже если они оказываются преходящими и неважными, предпочтительнее бесценных идеалов и ценностей, не поддающихся количественной оценке, уводит нас далеко от этой традиции. Я представляю тему «Идеализма и нового поколения» (часть шестая) в форме наставлений американским студентам, чтобы воззвать к лучшим качествам их души, когда они размышляют над выбором профессионального пути. Здесь приведена моя лекция «Достаточно», которая впоследствии была расширена до формата книги. В этой части книги вы встретите имена многих авторов и лидеров, которые вдохновляли и продолжают вдохновлять меня, включая Редьярда Киплинга, Курта Воннегута, Вудро Вильсона, Теодора Рузвельта, Уильяма Шекспира и Уинстона Черчилля.

Поскольку я стремлюсь поделиться своими ценностями с завтрашними лидерами, то отдаю дань уважения великим наставникам в моей карьере, которые передали свои высокие моральные ценности мне. В седьмой части — «Герои и наставники», названной так потому, что все описанные мною здесь дорогие люди были для меня истинными героями, я выражаю свою признательность очень многим людям, которые помогли в становлении моего характера на протяжении всей моей долгой карьеры и на самом деле — всего жизненного пути. Важнейшую роль в моей жизни сыграли Уолтер Морган — мой босс в Wellington Fund в течение 23 лет; легендарный инвестор и автор бестселлеров Питер Бернстайн; экономист Пол Самуэльсон и кардиолог Бернارد Лаун, каждый из которых заслуживает отдельной главы. Все они, а также остальные 29 замечательных людей, перечисленных мною, были не только моими лучшими друзьями и сподвижниками, но и знаковыми фигурами

¹ Смит А. Теория нравственных чувств. — М.: Республика, 1997.

в своей профессиональной сфере. История сохранит имена многих из них как экстраординарных личностей, которые продолжали придерживаться высоких нравственных принципов в разгар недавней эпохи «дикого капитализма».

Как лгать с помощью статистики

Я не заглядывал в классическую работу Даррелла Хаффа «Как лгать с помощью статистики» (*How to Lie with Statistics*), написанную им в 1954 г., вот уже много лет. По правде говоря, мне это было не нужно. Каждый день я вижу числа, которые, если и не лгут откровенно, то грубо искажают реальность. Взять хотя бы следующий пример: за трехлетний период с 2007 по 2009 г. Включительно операционная прибыль компаний, входящих в индекс Standard & Poor's 500, составила \$1,67 трлн. Но после вычета из нее переоцененных активов, дорогостоящих приобретений и других уловок корпоративного менеджмента остается всего \$1,17 трлн объявленной прибыли. Почти \$500 млрд исчезли без следа. (Я выбрал этот период, однако могу вас уверить, что начиная с 1970 г., когда стала указываться разница между этими двумя методами исчисления прибыли, не было ни одного года, когда бы не наблюдалось подобного разрыва между иллюзией операционных прибылей и реальностью объявленных прибылей.) А между тем наши инвестиционные стратеги с Уолл-стрит с завидным постоянством продолжают полагаться именно на операционные, а не на объявленные прибыли при составлении своих оценок рынка. И это при том, что даже объявленные прибыли, учитывая богатый ассортимент уловок в бухгалтерском деле, существенно приукрашивают реальность. Как однажды заметил ныне покойный Роберт Бартли, легендарный редактор *Wall Street Journal*, «доходы в виде потока денежной наличности — это факт; объявленная прибыль — это мнение».

Немало способствует искажению действительности и наше правительство. По словам Дэвида Эйнхорна, главы хеджевого фонда Greenlight Capital, «за последние 35 лет правительство несколько раз меняло свой метод оценки инфляции... Если бы инфляция подсчитывалась по методике, использовавшейся до 1980 г., сегодня она бы превысила 9%, в то время как согласно официальной статистике составляет всего 2%». Еще один пример: по данным Бюро трудовой статистики, уровень безработицы в середине 2010 г. составил 9,7%. Но этот показатель не включает тех, кто потерял надежду на получение работы; частично занятых людей, ищущих работу с полной занятостью; желающих трудиться граждан, которые не занимаются активным поиском работы; а также всех тех, кто живет на социальные пособия по нетрудоспособности. Если же включить все эти неучтенные души, уровень безработицы удвоится до 20%. Другими словами, почти 30 млн человек в нашей стране не могут найти полезного применения своим силам. Если официальный уровень безработицы свидетельствует о том, что наша экономика переживает рецессию, то реальные цифры указывают на нечто гораздо худшее.

Как пытаются данные по взаимным фондам

Даже если полагаться на точные и объективные цифры, ими очень легко манипулировать для того, чтобы доказать свою точку зрения. Мне часто доводилось наблюдать, как человек, имеющий количественные показатели и определенный период времени, мог, как говорится, «пытать данные до тех пор, пока те не признаются». И индустрия взаимных фондов не избавлена от такого синдрома.

Например, каждые несколько лет агентство Investment Company Institute (ICI) с радостью сообщает о снижении расходов фондов. Понятно, что ICI — это организация, лоббирующая интересы управляющих взаимными фондами (хотя и оплачивается она в конечном итоге из кармана пайщиков). Согласно реинкарнации этих данных от 2010 г. ICI сообщила, что «комиссии и расходы взаимных фондов по сравнению с 1990 г. уменьшились наполовину». Но в действительности комиссии фондов за этот период выросли с \$12 млрд до \$69 млрд, т.е. в пять раз.

Когда ICI толкует нам о снижении комиссий, она путает цифры в долларовом выражении со ставками комиссий, а это две совершенно разные системы измерений. В последнем случае (комиссии как процент от активов) коэффициент расходов у фондов акций действительно снизился с 1% до 0,86%. Если включить сюда взимаемую ими начальную нагрузку¹ в годовом исчислении, которая, по их словам, снизилась с 0,99% до 0,13% (в чем я сильно сомневаюсь), то, по расчетам ICI, совокупные расходы акционеров фондов акций (что на самом деле означает «совокупные расходы как процент от стоимости активов») действительно снизились с 1,98% в 1990 г. до 0,99% в 2009 г.

Но если взять другой, не менее важный показатель — расходы как процент от дивидендных доходов, можно также увидеть, что ставки комиссий не снижаются, а растут. В 1990 г. расходы фондов акций съедали довольно приличную долю их дивидендных доходов (19,5%), но к 2009 г. эта цифра почти удвоилась до 38,5%, а в 2000 г. достигла ошеломительного 51%. Теперь подумайте об этой конфискации дивидендных доходов в контексте того факта, что они обеспечивают половину долгосрочной доходности акций (4,5% из 9%). Комиссии и сборы фондов поглощают почти 40% этого главного источника доходности акций. При таком уровне изъятия дохода вкупе с сегодняшней довольно низкой доходностью рынка акций средний фонд акций в настоящее время приносит своим акционерам смехотворную дивидендную доходность порядка 1%.

Теперь давайте расширим период, выбранный ICI, с краткосрочного на долгосрочный — например, на последние полвека. Даже при использовании сегодняшних стандартов коэффициент расходов показывает не снижение, а поразительный рост почти на 60%. В 1960 г. расходы фондов составляли 0,54% от годовой стоимости их активов; в 2009 г. — уже 0,86%. Отношение расхо-

¹ Начальная нагрузка — комиссия, взимаемая взаимным фондом при приобретении инвестором его акций. При расчете цены предложения бумаг фонда прибавляется к стоимости чистых активов (net asset value, NAV). — *Прим. ред.*

дов фондов к дивидендным доходам выросло более чем на 100% — с 18,3% до 38,5%. За те же полвека общая сумма комиссий и сборов, взимаемых фондами акций, разумеется, в абсолютном (долларовом) выражении, увеличилась в 800 раз — с \$50 млн в 1960 г. до \$40 млрд в 2009 г. В то время как активы фондов акций также существенно выросли — с \$10 млрд до \$5 трлн, или в 500 раз, этот рост разъедался существенным увеличением издержек. Так действительно ли взаимные фонды снижают свои комиссии, как хотела бы заставить вас поверить ICI? *Не верьте цифрам!*

Заключение. Да, экономия на масштабе вследствие значительного роста находящихся в управлении активов действительно имеет место, но она оседает главным образом в карманах управляющих фондами, а не рядовых акционеров. Иллюзия снижения расходов, которую создает ICI благодаря тщательному выбору временного периода и количественных показателей, рассеивается при ближайшем рассмотрении: в долгосрочной перспективе утечка средств, вызванная растущими расходами — по всем трем показателям, оказывает разрушающее воздействие на прибыли акционеров взаимных фондов.

«Светильник на корме лодки»

Иногда цифры могут быть точными и полными и охватывать весь доступный период. (Хотя даже такой период — назовем его «с момента начала наблюдений до текущего дня» — по определению является выбранным.) Но если всецело полагаться на прошлое, чтобы спрогнозировать будущее, вы рискуете прийти к неверным заключениям. Одна из моих любимых мишеней для нападков — когда люди принимают прошлые показатели доходности фондового рынка едва ли не за религиозные догматы. Перечень искажений, к которым может приводить бездумное использование прошлых доходностей для прогнозирования будущих, практически бесконечен.

Во-первых, эти доходности представлены в номинальном (в текущих долларах), а не в реальном выражении (в долларах с учетом инфляции). Таким образом, если исходить из среднегодовой номинальной доходности акций за последние 50 лет на уровне 9,4%, то начальная инвестиция в размере \$10 000 за этот период превратится в \$893 000 в номинальном выражении (с учетом реинвестированных дивидендов). Если же принять в расчет 4%-ную годовую инфляцию, реальная доходность упадет до 5,4%, и за тот же период сумма накоплений (скажем, на момент ухода человека на пенсию) составит всего \$138 700. Но даже эта сумма оказывается преувеличенной, поскольку она не учитывает инвестиционных издержек и налогов, которые неизбежно вычитаются из номинальных долларов год за годом. Эти издержки вполне могут составить 3% годовых, сокращая 5,4%-ную годовую доходность вложений в акции до жалких 2,4%. В результате по выходе на пенсию инвестор пенсионного фонда получит на руки \$32 700. Эта сумма очень далека от иллюзорных \$893 000, но именно такова (печальная) реальность для многих инвесторов.

Во-вторых, прошлое не является прологом будущего. Хотя источники будущей доходности фондового рынка остаются теми же, что и источники доходности в прошлом (дивиденды, прирост капитала и изменение рыночной цены), сами цифры редко остаются одинаковыми. Проще говоря, за последние 110 лет половина 9%-ной долгосрочной доходности акций обеспечивалась за счет 4,5%-ной дивидендной доходности. Так как к середине 2010 г. дивидендная доходность акций упала примерно до 2,25%, нам следует понизить наши ожидания в отношении будущих доходностей фондового рынка на 2% или около того по сравнению с историческими нормами.

Примечательно, что популярный «метод Монте-Карло»¹, который широко используется профессионалами в сфере инвестиций для прогнозирования будущих доходностей акций, не принимает во внимание подобных изменений основных параметров. Вот почему такие модели фундаментально и фатально ошибочны. Нежелание финансового сообщества признать эту простую истину, как и нежелание объективно подойти к вопросу номинальной доходности против реальной, свидетельствует об интеллектуальной нечестности, не говоря уже о том, что служит своекорыстным интересам Уолл-стрит, которая стремится представить инвестирование в акции в как можно более выгодном свете, преувеличивая потенциальное вознаграждение.

Но даже если принять иллюзию исторических доходностей рынка за реальность, не надейтесь на то, что это когда-нибудь повторится. Как заметил обозреватель *Wall Street Journal* Джейсон Цвейг, самые ранние данные о доходности акций за большую часть XIX в. «попросту не имеют смысла... поскольку включают 97% ныне не существующих компаний... и лишь несколько доживших до нынешних времен голубых фишек». (В начале XIX столетия на фондовом рынке доминировали банки и страховые компании; в конце века — железные дороги; сегодня ни то, ни другое не имеет места.) Даже с повышением достоверности данных начиная с 1884 г., когда появился первый вариант индекса Dow Jones, он включал акции только 11 транспортных компаний. В 1896 г. был впервые опубликован Dow Jones Industrial Average (промышленный индекс Dow Jones), охватывавший больше секторов, но и он включал акции всего 12 американских компаний, в том числе American Cotton Company, American Sugar, U.S. Leather Company, Distilling and Cattle Feeding Company, American Tobacco, National Lead и General Electric, единственную из первоначального состава, присутствующую в индексе и по сей день.

В XX в. рыночная доходность стала измеряться более тщательно, но кто может поклясться, что данные, которые сегодня мы принимаем как Священное писание, не имеют серьезных изъянов? Например, индекс Standard and Poor's рассчитывается с 1926 г., но сегодня доблестный S&P500 включает лишь 90 акций из тех, что входили в его корзину до 1948 г. Центр по исследованию стоимости ценных бумаг при Чикагском университете (CRSP) провел исследования, собрав наиболее полные данные о доходности американского рынка

¹ Метод Монте Карло — метод статистических испытаний; численный метод решения различных задач при помощи моделирования случайных процессов и событий. — *Прим. ред.*

акций (также начиная с 1926 г.), но эти данные не включают «внебиржевой» рынок (NASDAQ) до 1972 г., когда количество торгуемых на нем акций подскочило с 2000 до 5000. Если оглянуться на весь 84-летний период, для которого мы имеем более или менее достоверные данные о доходности акций (из них действительно убедительные данные — за последние 50 лет), становится очевидно, что мы пытаемся делать выводы на основе относительно короткого периода, когда на фондовом рынке самой процветающей нации в мире доминировал (по крайней мере, до 2007 г.) мощнейший, возможно бывающий раз в жизни, бычий тренд.

Но даже если бы мы сумели собрать близкие к совершенству (т. е. к реальности) данные о доходностях фондового рынка за последние два столетия, идея о том, что будущие доходности должны отражать доходности рынка в прошлом, является иллюзией. Мир постоянно меняется, подчас труднообразимым и непредсказуемым образом. Нации переживают взлеты и падения; войны и мир реорганизуют глобальное сообщество; свободная рыночная конкуренция разрушает старый порядок; технологии меняют традиционные правила игры. Вот почему прошлое не может быть надежным предвестником будущего. Сэмюэль Тейлор Кольридж раскрыл зерно истины, предупреждая о том, что история есть «светильник на корме лодки — он бросает свет только лишь на волны позади».

Мудрость экономистов

Разумеется, нам нужны числа для того, чтобы понять прошлое, управлять настоящим и оценивать будущее. Но капитализм — нечто гораздо большее, нежели просто числа. Двое выдающихся экономистов и один поэт подтверждают эту точку зрения. Йозеф Шумпетер (1883–1950 гг.) считается первым из экономистов, который признал предпринимательство движущей силой экономического развития. Шумпетер поставил во главу угла не числа, которые могли бы подтвердить его гипотезу, и не финансовое вознаграждение, которое несет с собой успешное предпринимательство, а характер и мотивы успешного предпринимателя: «Прежде всего, это мечта и воля основать свою частную империю. Вторая группа мотивов связана с волей к победе. Сюда входит, с одной стороны, желание борьбы и с другой — стремление к успеху ради успеха. Наконец, третья группа мотивов связана с радостью творчества, которая проявляется и в других случаях, но только здесь становится определяющим моментом поведения». Из личного опыта могу сказать, что именно эти мотивы — не только деньги — двигали мною на протяжении моей долгой профессиональной карьеры.

Великий британский экономист Джон Мейнард Кейнс (1883–1946 г.), к теориям которого в последние годы вновь проснулся живейший интерес, зашел еще дальше в размежевании чисел и успеха. Выдвигая «жизнерадостность» как основу для предпринимательского успеха, он дал нам идеи, сохраняющие свою актуальность и по сей день:

...заметная часть наших действий, поскольку они направлены на что-то позитивное, зависит скорее от самопроизвольного оптимизма, нежели от скрупулезных расчетов, основанных на моральных, гедонистических или экономических мотивах. Вероятно, большинство наших решений позитивного характера, последствия которых скажутся в полной мере лишь по прошествии многих дней, принимается под влиянием одной лишь жизнерадостности — этой спонтанно возникающей решимости действовать, а не сидеть сложа руки, но отнюдь не в результате определения арифметической средней из тех или иных количественно измеренных выгод, взвешенных по вероятности каждой из них.

Предпринимателям остается лишь изображать деятельность, которая якобы направляется в основном мотивами, сформулированными в их собственных планах на будущее, какими бы искренними и правдивыми они ни были. Лишь в немного большей степени, чем экспедиция на Южный полюс, предпринимательство основывается на точных расчетах ожидаемого дохода. Поэтому, когда жизнерадостность затухает, оптимизм поколеблен и нам не остается ничего другого, как полагаться на один только математический расчет, предпринимательство хиреет и испускает дух...

Можно наверняка утверждать, что предпринимательство, уповая на будущее, приносит пользу обществу в целом. Но частная инициатива будет на высоте лишь в том случае, когда разумные расчеты дополняются и поддерживаются духом жизнерадостности... Человеческие решения, поскольку они воздействуют на будущее — в личных, политических или экономических делах, не могут полагаться на строгие математически обоснованные предположения, поскольку отсутствует база для их обоснования¹.

Хотя английский писатель и поэт Редьярд Киплинг не был экономистом (пожалуй, к счастью для почитателей его таланта!), его стихотворение «Боги прописных истин»² превосходно отражает мысли Шумпетера и Кейнса. Вот некоторые отрывки:

Во всех своих прошлых жизнях, в течение сотен веков
Я пялился восхищенно на Ярмарочных Богов.
Я видел расцвет их славы и видел бесславный их крах...
И только Боги из Прописей живы во всех веках.
И вот по пути Прогресса мы радостно понеслись,
А Боги из Прописей молча своим путем поплелись...
Они утверждали... будто «хочешь» не значит «получишь»,
Будто крыльев нет у Свиней...
О, Ярмарочные Боги нам были намного милей!

¹ Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. — М.: Гелиос АРБ, 2012 г.

² «Прописные истины», столь редко употребляемые в наш нынешний век сложности и изоэтрности, — не что иное, как «классические пословицы и мудрые изречения, которые печатались в верхней части каждой страницы в школьных прописях и тетрадях, использовавшихся для упражнения в чистописании и сочинений». — Здесь и далее, если не оговорено иное, *прим. авт.*

И качнулись яркие троны наших Ярмарочных Богов,
И пророки их приумолкли, и дошло и до скудных умов,
Что дважды два четыре, и не все то бог, что блестит:
Наконец-то Богам из Прописей доступ к нашим сердцам открыт¹.

Киплинг говорит нам о том, что реальность простой арифметики — «что дважды два четыре» — в конце концов всегда разрушает красивые иллюзии, порождаемые сладкоречивыми Ярмарочными Богами. Эти часто забываемые стихотворные строки очень точно выражают основную мысль, проходящую через всю эту книгу: реальный рынок внутренней (действительной) стоимости в конечном счете одерживает победу над иллюзорным рынком спекуляций, ожиданий и своекорыстных интересов.

Все более хрупкий мир

Даже если мы придем к пониманию того, как важно рассчитывать на простые вещи в этом мире, где сложность, кажется, придает значимость лишь тем вещам, которые могут быть рассчитаны, нам тем не менее нужно смотреть в лицо тем реалиям, с которыми мы сталкиваемся в современной — и в значительной степени неизученной — глобальной среде обитания. Эти реалии включают взаимосвязанность и взаимозависимость наших наций, глобальное противостояние между «имущими» и «неимущими», а также, как это ни парадоксально, противостояние по религиозным мотивам и резко возросшую зависимость от технологий в нашей жизни. Взятые вместе, эти факторы делают наш мир все более хрупким. На протяжении всей истории человечества происходили абсолютно непредвиденные события. Но сегодня влияние подобных факторов, зачастую являющихся творением рук человеческих, становится все более масштабным и глобальным.

Такого рода события, получившие поэтическое название «черных лебедей», находятся за пределом той усеченной кривой распределения вероятностей, в соответствии с которой мы выстраиваем наши жизни. Другие события не могут быть измерены с точки зрения вероятности; они скорее связаны с неопределенностью, не имеющей исторического прецедента. Сегодня мы живем так, как будто бы эти события никогда не произойдут. Но они случаются, и в нашем хрупком современном мире, кажется, все чаще. Вот всего лишь несколько примеров.

- Взрыв в 2010 г. на буровой платформе у побережья Луизианы, в результате которого в воды Мексиканского залива вылились сотни миллионов галлонов нефти, что нанесло огромный ущерб флоре и фауне залива и прибрежной зоны, а также пляжам и лишило местное население средств к существованию. Лучшим инженерам и ученым потребовалось почти полгода, чтобы закупорить скважину и остановить утечку.

¹ Киплинг Р. Боги прописных истин (перевод Рахели Торпусман), <http://torpusman.livejournal.com>

- Взрыв космического корабля «Челленджер» в 1986 г. В результате единственного небольшого изъяна в бесконечно сложном техническом проекте.
- Уничтожение в 2001 г. башен-близнецов величественного Всемирного торгового центра в Нью-Йорке. Кто бы мог предсказать, что за несколько мгновений два управляемых террористами самолета, врезавшихся в эти монументальные символы американских финансов, подготовят почву для того, чтобы наша страна ввязалась в две войны, обе на другом краю света, которые почти десятилетие спустя продолжают взимать огромную дань в виде человеческих жизней и военных расходов?
- Разрушение в 2005 г. Нового Орлеана, одного из главных городов нашей страны, в результате сильнейшего в истории США урагана «Катрина» (природный фактор) и вызванного им прорыва защитных дамб (человеческий фактор).
- Глобальное потепление, способное радикально изменить наш образ жизни — более высокие температуры, повышение уровня моря и проблемы со здоровьем наряду со многими другими потенциально катастрофическими изменениями. По мнению многих ученых, потепление является в значительной мере делом рук человеческих и связано с резким увеличением выбросов парниковых газов нашими заводами, автомобилями, а также в процессе других видов человеческой деятельности.
- Мировой финансовый кризис, который начался в 2007 г. и продолжается по сей день, — результат действия множества способствующих факторов, таких как дешевые деньги, кредитные пирамиды, падение цен на недвижимость, обвал на фондовом рынке, неконтролируемый рост сложнейших финансовых инструментов, риск которых считался измеримым, но оказался не таковым.

Да, события, которые мы даже не могли себе вообразить, порой происходят, как и те, которые мы сбрасываем со счетов, полагая, что вероятность их наступления слишком мала для того, чтобы беспокоиться. Когда мы рассматриваем вероятность катастрофического события, как заметил журналист *New York Times* Дэвид Леонардт, «когда ничего подобного не происходило прежде, нам трудно даже представить такой сценарий. Гораздо проще надеяться на то, что шансы его исчезающе малы. Надеяться на это свойственно человеческой натуре. Но не мудро»¹.

Возражая против того, чтобы принимать числа за точную меру действительности, профессор Темпльского университета и автор книги «За пределами чисел» (*Beyond Numeracy*) Джон Аллен Паулос подводит следующий итог: «Не существует ни одного метода измерения социального феномена... который не был бы подвержен двойному толкованию, необъективному анализу, манипулированию, опровержению или замене. Это не означает, что мы не должны подсчитывать и измерять, но это означает, что мы должны это делать с предельной осторожностью и мудростью, на которую только способны»².

¹ Леонардт Д. Экономика утечек: недооценка рисков // *New York Times*. 2010. 6 июня.

² Паулос Д. Манья измерения // *New York Times*. 2010. 10 мая.

ВВЕДЕНИЕ

Финансовая система отражает возрастающую сложность нашего общества и в то же время вносит свой вклад в ее увеличение. Как научила нас недавняя финансовая история, сложность порождает обман. Я молюсь о том, чтобы мои усилия, мой крестовый поход (если моя карьера заслуживает столь громкого определения) помогли индустрии финансовых услуг переосмыслить свои ценности и наконец повернуться лицом к растущей массе миллионов инвесторов по всему миру. Если мы это сделаем, то, как писал Вергилий, «через различные превратности и через столько моментов грозной опасности мы проложим наш путь...»¹

Джон Богл
Вэлли-Фордж, Пенсильвания
Август 2010 г.

¹ Бенджамин Грэхем использовал эту цитату из «Энеиды» Вергилия в качестве эпиграфа к первому изданию своей книги «Разумный инвестор» (1949 г.).

ПРИМЕЧАНИЕ ДЛЯ ЧИТАТЕЛЯ

Публикуя эту антологию избранных эссе и лекций, написанных мной за последнее десятилетие, — своего рода второй том к моей книге «Джон Богл об инвестировании: первые 50 лет» (John Bogle on Investing: The First 50 Years), изданной в 2000 г., я решил сделать так, чтобы каждая глава была законченным, самостоятельным произведением. Таким образом, читатели, которых интересует какая-либо конкретная тема, могут начать чтение непосредственно с соответствующей главы, а не читать книгу по порядку.

Те же читатели, которые предпочитают знакомиться с ее содержанием от начала и до конца, обнаружат, что некоторые темы повторяются в ней рефреном. Среди них ссылки на мою дипломную работу по индустрии взаимного инвестирования в Принстонском университете (по сути, заложившую фундамент моей долгой карьеры); ссылки на Джона Мейнарда Кейнса и его понимание того, что доходность фондового рынка проистекает из комбинации предпринимательства и спекуляции (что является стержнем и моего собственного инвестиционного анализа); и указание на сегодняшнее доминирование институционального владения акциями над индивидуальным владением, которое было более распространено на начальном этапе. (Хотя этому редко придается значение, я считаю такое изменение основным фактором, влияющим на современную инвестиционную среду.)

К какому бы типу читателей вы ни относились, я надеюсь, что повторение этих тем просто подчеркивает их важность. Моей целью при написании этой книги было не только помочь вам стать более мудрыми и успешными инвесторами, но и информировать вас о брешах в броне современной финансовой системы. Эта система является критически важной частью нашей экономики, и ее реформирование — в интересах инвесторов и нашего общества в целом.

В этой, девятой по счету, книге я хочу выразить глубокую признательность Эмили Снайдер, Саре Хоффман и Кевину Лафлин — моим коллегам из Центра исследований финансовых рынков в Vanguard за их вклад, профессионализм и (особенно) терпение и понимание. Кевин работал вместе со мной (непростая задача!) над подбором материала, долго и упорно трудился над рукописью, проверяя каждую цифру, и внес множество полезных предложений. Я также хочу поблагодарить Памелу ван Гиссен и Мэг Фриборн из издательства John Wiley & Sons за их поддержку и опыт и выразить особую благодарность Ли Спиро, который оказывал мне всестороннюю редакторскую помощь.

Д.К.Б.

Часть I

ЗАБЛУЖДЕНИЯ ИНВЕСТОРОВ

Многие из ключевых тем этой книги охвачены в 1-й главе, одном из самых любимых моих детищ, которая и дала название всей книге: «*Не верьте цифрам!*». В этой вводной главе, имеющей подзаголовок «Ловушки одержимости числами» и основанной на моем докладе в Центре исследований экономической политики Принстонского университета в 2002 г., я раскрываю все минусы присущей сегодняшнему обществу тенденции оказывать числам доверие, которого они попросту не заслуживают, и вместе с тем умалять важность вещей, которые не могут быть выражены через числа, — таких качеств, как мудрость, честность, этика и приверженность.

Последствия такого ошибочного восприятия разрушительны. Оно ведет к тому, что прошлые доходности финансового рынка воспринимаются как верный показатель будущего (что неверно в большинстве случаев!); к чрезмерному оптимизму, о чем свидетельствует нежелание инвесторов опираться на реальные (с учетом инфляции) доходности при пенсионном планировании; к креативному бухучету (или лучше было бы назвать его «финансовым инжинирингом»?) с его цифрами корпоративных прибылей, которые мы принимаем за реальность, но которые зачастую гораздо ближе к иллюзиям; и в целом к разрушительным последствиям для реального мира реальных людей, которые производят реальные товары и услуги, обеспечивающие существование нашего общества.

Во 2-й главе я исследую еще одну свою любимую тему — «Незыблемые правила простой арифметики»; эта статья была опубликована в *Financial Analysts Journal* в 2005 г. На долгосрочных интервалах реальность неумолимой математики инвестирования неизменно одерживает победу над иллюзией показателей доходности, создаваемой управляющими фондами. Например, за 20-летний период с 1983 по 2003 г. индексный фонд, копирующий S&P500, заработал совокупную доходность 1052%, а его инвесторы — 1012%. За этот же период средний фонд акций с активным управлением заработал совокупную доходность всего 573%, а инвесторы такого фонда в среднем получили меньше половины этой доходности, 239%. Поэтому, когда вы берете доходность фондового рынка за показатель доходности фонда акций, не говоря уже о доходностях инвесторов фонда, вы игнорируете эти неумолимые правила. Идея,

что инвесторы как совокупность всегда получают сформированную рынком доходность, оказывается очередной иллюзией инвестирования.

В 3-й главе («График-обличитель») я борюсь с еще одной инвестиционной иллюзией, что прошлое является предвестником будущего, доказывая, что реальность далека от этого. В 3-й главе (где приводится обзор 11 ключевых графиков) я сосредотачиваю внимание на свойственном для всех финансовых рынков феномене «возвращения к среднему» — тенденции, заключающейся в том, что самые высокие и самые низкие доходности в конечном итоге стремятся вернуться к средним историческим уровням. Эта закономерность была выявлена на длительных временных интервалах для: 1) традиционных секторов фондового рынка, таких как акции компаний с большой капитализацией против акций компаний с малой капитализацией, а также акций стоимости против акций роста; 2) прошлых победителей и проигравших в гонке доходностей среди фондов акций; и 3) доходностей фондового рынка в целом. Я также доказываю существование мощной и, я бы сказал, неотвратимой тенденции общей доходности фондового рынка возвращаться к средним уровням его *инвестиционной* доходности (дивидендная доходность плюс прирост капитала). Этой же закономерности подчиняется и *спекулятивная* доходность, которая генерируется за счет колебания рыночной оценки соотношения цены и прибыли. Но, поскольку спекулятивная доходность не подкреплена никакой фундаментальной стоимостью, в долгосрочной перспективе она возвращается к нулю. Таким образом, инвестиционная доходность, которая зарабатывается компаниями с течением времени, представляет собой реальность; спекулятивные бумы и спады, какими бы мощными они ни были на краткосрочных отрезках, в долгосрочном плане оказываются не более чем иллюзией.

Еще одна иллюзия инвестирования — то, что затраты не имеют значения. Создается впечатление, будто управляющие активами, доминирующие в нашей национальной инвестиционной индустрии, умышленно игнорируют реальность затрат. Такой своекорыстный подход умен, поскольку комиссии за транзакции и управление активами привели к фантастическому росту рентабельности в американском финансовом секторе. Доля прибылей финансовых компаний в суммарной прибыли компаний, входящих в S&P500, подскочила с 8% в 1980 г. до 27% в 2007 г. — и до 33%, если включить сюда прибыль от финансовой деятельности промышленных компаний (таких как General Electric и GMAC).

Огромные издержки наших финансовых секторов представляют собой, как гласит название 4-й главы, «вопрос настолько важный, что трудно думать о чем-то ином». Почему? Да потому, что услуги по управлению активами отнимают у инвесторов стоимость в размере стоимости этих услуг. Как ни странно, но финансовый сектор, кажется, процветает прямо пропорционально объему продаваемых им дьявольски хитрых инструментов — чрезвычайно прибыльных для их создателей, но разрушительных для благосостояния тех, кто их покупает. Эта сложность также влечет пагубные последствия для всего нашего общества, поскольку, чтобы избежать финансовой паники, мы, рядовые налогоплательщики (в лице «правительства»), вынуждены спасать этих недальновидных инвесторов за счет средств из своего кармана.

Наконец, самая коварная иллюзия инвестирования связана с тем, что люди часто путают создание реальной корпоративной внутренней стоимости с иллюзорной стоимостью, представленной ценами акций. Пятая глава («Поразительный дар признавать очевидное») посвящена тому, как важно признавать очевидное, особенно эту трудноуловимую разницу между иллюзией и реальностью. Отчасти такая разница объясняется различием между реальным рынком хозяйственной деятельности и создания стоимости (по сути, долгосрочными денежными потоками) и рынком ожиданий, пытающимся предвидеть будущие предпочтения инвесторов. Поскольку индексные фонды просто отслеживают фондовый рынок, они сталкиваются с теми же проблемами, что и любые другие инвестиционные стратегии, когда цены акций теряют связь с действительностью. В последние десятилетия на наших рынках доминировала спекуляция на краткосрочных колебаниях цен акций, а не реальность внутренней стоимости. Но я не устаю повторять свою главную мысль: когда есть разрыв между иллюзией и реальностью, всего лишь вопрос времени, когда реальность возьмет верх.

Глава 1

НЕ ВЕРЬТЕ ЦИФРАМ! Ловушки одержимости числами¹

Таинственные, порой случайные события формируют наши жизни, и не будет преувеличением сказать, что без Принстонского университета фонд Vanguard никогда не появился бы на свет. И кажется вполне вероятным, что никто другой помимо меня не додумался бы создать нечто подобное. Я не говорю о том, что я создал нечто значительное, поскольку в череде великих событий человеческой истории Vanguard едва ли заслуживает беглого упоминания. Но наш вклад в мир финансов — не только наша уникальная структура взаимной собственности, но и сам индексный взаимный фонд, трехуровневый фонд облигаций, наша простая философия инвестирования и наш неизменный фокус на низких издержках — сделал для инвесторов большое доброе дело. И все это началось в далеком сентябре 1947 г., когда я с волнением переступил порог Принстонского университета.

Мое знакомство с экономикой началось на втором курсе, когда я открыл первое издание знаменитого учебника Пола Самуэльсона «Экономика: Вводный курс» (*Economics: An Introductory Analysis*)². Год спустя, уже обучаясь по специальности «экономика», я искал тему для своей дипломной работы и наткнулся на статью в журнале *Fortune*, где утверждалось, что взаимные фонды обладают огромным потенциалом развития. Заинтригованный, я немедленно решил сделать это темой своей дипломной работы. В свою очередь, она заслужила наивысшую оценку и чрезвычайно заинтересовала Уолтера Морга-

¹ Основано на моем докладе на форуме «Скрытые мины в финансах», организованном Центром исследований экономической политики Принстонского университета 18 октября 2002 г.

² Самуэльсон П., Нордхаус В. Экономика. — М.: Вильямс, 2012.

на, выпускника Принстона 1920 г., одного из пионеров отрасли и основателя Wellington Fund, который предложил мне работу в своем фонде. Основанный им в 1928 г. классический взаимный фонд сегодня входит в когорту более чем 100 фондов, работающих под эгидой Vanguard, и продолжает процветать по сей день, являясь крупнейшим сбалансированным взаимным фондом в мире.

В те давние времена экономика была очень концептуальной и традиционной. Наши исследования включали элементы экономической теории и философской мысли, начиная с великих философов XVIII столетия — Адама Смита, Джона Стюарта Милля, Джона Мейнарда Кейнса и т. п. Количественный анализ, по сегодняшним меркам, как таковой отсутствовал. (Насколько я помню, в нашем отделе даже не употреблялось слово «расчеты».) Я не знаю, вменить ли в заслугу — или в вину — электронному калькулятору то, что его появление привнесло новые веяния в исследования экономики и рынков, но с приходом персональных компьютеров и началом информационной эры числа стали безоглядно верховодить и править экономикой. То, что нельзя подсчитать, кажется, не имеет значения.

Я не согласен с этим и присоединяюсь к мнению Альберта Эйнштейна: «Не все, что может быть подсчитано, имеет значение, и не все, что имеет значение, может быть подсчитано». На самом деле, как гласит еще одна цитата, приведенная мной в конце этого эссе, «предполагать, что то, что не поддается измерению, не имеет значения, — откровенная глупость». Но прежде чем перейти к разговору о ловушках измерения, не говоря уже о попытках измерить неизмеримое — такие вещи, как человеческий характер, нравственные ценности, сердце и душу, которые играют ведущую роль в любой экономической деятельности, я хочу обсудить ошибочность некоторых широко используемых нами мер и ловушки, которые они создают для экономистов, финансистов и инвесторов.

Моя главная мысль такова, что сегодня в нашем обществе, в экономике и в финансах мы слишком доверяем числам. *Числа не есть реальность*. В лучшем случае они — бледное отражение реальности, в худшем случае — грубое искажение тех реалий, которые мы пытаемся измерить. Поэтому, во-первых, я постараюсь убедить вас в том, что мы чрезмерно полагаемся на исторические экономические данные и данные о рынке. Во-вторых, я покажу, как наша склонность к оптимизму ведет к неправильной интерпретации данных и побуждает оказывать им доверие, которого они редко заслуживают. В-третьих, ситуация усугубляется тем, что мы поклоняемся числам и принимаем (или принимали!) за талисман инвестиционной реальности сиюминутную точность цен акций вместо имманентной неточности внутренней корпоративной стоимости. В-четвертых, будучи не в состоянии избежать указанных ловушек *численной* экономики, мы фактически подорвали реальную экономику. В итоге я прихожу к заключению, что лучшей защитой от иллюзии определенности, порождаемой числами, являются неизмеримые, но тем не менее бесценные качества, такие как объективное восприятие, опыт, здравый смысл и способность суждения.

Ловушка №1: склонность переоценивать значение прошлого

Обыкновенные акции стали рассматриваться как пригодные для долгосрочных инвестиций, а не как чисто спекулятивные инструменты, примерно начиная с 1924 г., после выхода в свет книги Эдгара Лоуренса Смита «Обыкновенные акции как долгосрочные инвестиции» (Common Stocks as Long-Term Investments). Ее не столь давней реинкарнацией стала вышедшая в 1994 г. работа Джереми Сигела «Долгосрочные инвестиции в акции» (Stocks for the Long Run)¹. Авторы обеих книг ничтоже сумняшеся ратовали за вложения в акции и, возможно, обе сыграли роль в последовавших за их публикацией великих бычьих рынках. Обе книги были наполнены данными, но кажущиеся бесконечными массивы нумерических данных, представленных в труде Сигела, продукте компьютерной эпохи, заставили бы его предшественника покраснеть от стыда.

Но вовсе не изобилие информации беспокоит меня в книге «Долгосрочные инвестиции в акции». Кто может быть против знаний? В конце концов, «знание — это сила». Мое беспокойство связано с тем, что очень многие из нас негласно полагают, будто история фондового рынка повторяется, в то время как на самом деле единственная определенность относительно будущих доходностей рынка акций заключается в присущей им неопределенности. Мы не можем знать наверняка, что готовит нам будущее, и должны принять самоочевидный факт, что прошлые доходности фондового рынка не имеют абсолютно ничего общего с актуарными таблицами.

Джон Мейнард Кейнс описал эту ловушку таким образом, что сделал ее очевидной:² «Опасно применять к будущему индуктивные рассуждения, основанные на прошлом опыте [плохая новость], если невозможно определить четкие причины, по которым прошлый опыт был именно таким» (хорошая новость). Поскольку существует всего две фундаментальные причины, объясняющие доходность акций, требуются лишь элементарное сложение и вычитание, чтобы увидеть, как они формируют инвестиционный опыт. Часто игнорируемая реальность такова, что доходность акций определяется 1) экономикой и 2) эмоциями.

Экономика и эмоции

Под *экономической* составляющей доходности я подразумеваю *инвестиционную* доходность (которую Кейнс называет предпринимательством³), начальную дивидендную доходность акции плюс последующий прирост капитала.

¹ Сигел Д. Долгосрочные инвестиции в акции. Стратегии с высоким доходом и надежностью. — СПб., Питер, 2010.

² В комментариях к книге Эдгара Лоуренса Смита (1926 г.).

³ Кейнс Д. Общая теория занятости, процента и денег, 12-я глава. Эта глава столь же актуальна сегодня, как и в 1950-е гг., когда я впервые прочитал ее, будучи студентом Принстонского университета. Интересно, что совершенно в духе той ключевой мысли, которую я освещаю в данном эссе, Кейнс представляет эти концепции без всякого количественного анализа. Поэтому я взял на себя смелость вставить соответствующие данные.

Под *эмоциональной* составляющей я имею в виду *спекулятивную* доходность (спекуляцию в терминологии Кейнса) — доходность, которая генерируется в результате изменения оценочной ставки, или ставки дисконтирования, применяемой инвесторами к инвестиционной доходности. Оценочная ставка отражается доходностью по прибыли (или обратным показателем — коэффициентом цена/прибыль)¹. Например, если в начале десятилетия акция имела дивидендную доходность 4% и последующий прирост капитала 5%, ее *инвестиционная* доходность составит 9%. Если при этом ее коэффициент цена/прибыль повысится с 15 до 20, такое 33%-ное увеличение даст дополнительную *спекулятивную* доходность в размере примерно 3% годовых. Просто сложите вместе две доходности: полная доходность акций = 12%².

Таким образом, когда мы анализируем опыт великого бычьего рынка 1980-х и 1990-х гг., то можем сказать, что в эти два сходных десятилетия замечательная доходность акций складывалась из 4%-ной дивидендной доходности, примерно 6%-ного прироста капитала (что дает нам 10% *инвестиционной* доходности) и беспрецедентного 7%-ного среднегодового роста коэффициента цена/прибыль. Результат: годовая доходность акций держалась на высочайшем уровне в 17% в течение самого длительного периода времени за всю 200-летнюю историю американского фондового рынка.

«Эксперты» пенсионного планирования

Вы спросите, кто может быть настолько глуп, чтобы прогнозировать будущие доходности на основе прошлых показателей? На самом деле так поступают очень многие, в том числе те, кто мнит себя экспертами в инвестировании. Даже искушенные финансовые директора компаний и их консультанты по пенсионным программам наступают на эти грабли. В типичном корпоративном годовом отчете прямо заявляется, что «наши предположения о доходности активов выведены в результате детального исследования, проведенного нашими актуариями и специалистами по управлению активами, и основаны на *долгосрочных исторических доходностях*». Вполне естественно, что подобный подход заставляет компании поднимать планку ожиданий при любом повышении доходности в прошлом. Например, в начале бычьего рынка в 1980-е гг. крупные корпорации исходили из будущей доходности пенсионных активов на уровне 7%. К концу 2000 г., т. е. перед началом великого медвежьего рынка, большинство компаний повысили свои предположения до 10% и больше. Поскольку их пенсионные портфели включали не только акции, но и облигации, это говорит о том, что фактически они повысили свои ожидания

¹ Доходность акций также находится под влиянием доходности безрисковых облигаций. Однако вследствие неустойчивости этой взаимосвязи я ее в данном случае игнорирую. На всякий случай могу сказать, что корреляция между доходностью акций и среднесрочных казначейских облигаций США начиная с 1926 г. составляла 0,42. Однако в последние 25 лет этот коэффициент был равен 0,69, а в последние 10 лет — 0,53.

² Я признаю, что на самом деле их нужно умножить (т. е. $1,09 \times 1,03 = 1,123$), что дает немного другой результат. Но такая точность едва ли необходима в полном неопределенности мире инвестирования, а когда мы обращаемся к рядовому инвестору, простота является главным достоинством.

относительно будущей доходности *акций* в своих портфелях до 15% годовых!
Не верьте цифрам!

В начале нового десятилетия, 1 января 2000 г., должны были стать очевидными две вещи: во-первых, в результате падения дивидендной доходности до 1%, даже если прежний 6%-ный рост доходности на акцию сохранится (непростая задача!), инвестиционная доходность в последующие 10 лет будет составлять не 10%, а 7%; во-вторых, спекулятивная доходность не может повышаться до бесконечности. (И он говорит нам об этом только теперь!) Другими словами, если коэффициент цена/прибыль, 31-кратный на тот момент, подчиняясь практически универсальной закономерности, просто вернется к своему среднему историческому значению, равному 15, общая доходность рынка в ближайшее десятилетие уменьшится еще на 7% в год. Таким образом, по состоянию на начало 2000 г. разумно было предположить, что годовая доходность акций в ближайшие 10 лет будет равна нулю¹.

В начале 2000 г. история убеждала нас в том, что долгосрочная годовая доходность акций на уровне 11,3% будет продолжаться и дальше, поэтому на фондовом рынке все будет хорошо. Но если мы бы мы послушали Кейнса и просто задумались о фундаментальных причинах, стоящих за прошлыми доходностями акций, — инвестиции против спекуляции, мы бы по большому счету знали, что должно произойти: пузырь, созданный эмоциями — оптимизмом, иррациональным изобилием и жадностью — на фоне эйфории, вызванной сменой тысячелетия, фантастическими перспективами информационной эры и «новой экономики», должен взорваться. Но если рациональные ожидания говорят нам о том, что может произойти, они никогда не говорят нам, когда. Судный день наступил через три месяца; в конце марта 2000 г. начался великий медвежий рынок. Ясно, что со стороны инвесторов было бы мудро принимать инвестиционные решения, исходя из ожиданий будущих доходностей, сформированных на основе текущего состояния рынка, но никак не его прошлой доходности. Насколько вообще разумно надеяться на то, что в будущем фондовый рынок будет копировать свое поведение в прошлом? *Даже не надейтесь!*

Ловушка №2: склонность к оптимизму

Принятие инвестиционных решений на основе прошлого фондового рынка, а не текущих обстоятельств может вести к весьма дорогостоящим ошибкам. Но это не единственная проблема. Не менее опасной может быть наша склонность к оптимизму. *Реальность такова, что указанные мною выше доходности фондового рынка — это тоже иллюзия.* Когда инвесторы оценивают прошлое или смотрят в будущее, они, как правило, надевают розовые очки. Фокусируясь на теоретической доходности рынка, а не фактической доходности ин-

¹ Уточнение: как оказалось, годовая доходность акций за десятилетний период 1999–2009 гг. скатилась до –0,2 %.

вестора, мы грубо переоцениваем ту доходность, которую в принципе могут принести вложения в акции.

Во-первых, разумеется, мы обычно ведем подсчеты в *номинальных*, а не в *реальных* долларах — разница, которая на длительных промежутках времени ведет к шокирующей дихотомии. За последние 50 лет средняя доходность акций составляла 11,3% годовых; следовательно, \$1000, вложенные в акции в начале этого срока, сегодня должны были бы вырасти в стоимости до \$212 000. Но среднегодовая инфляция на уровне 4,2% за этот период снижает доходность акций до 7,1%, а конечную стоимость инвестиции — до \$31 000 в реальном выражении; действительно, шокирующая разница. Затем мы еще больше усугубляем проблему, предполагая, что так или иначе инвесторы, как совокупность, зарабатывают всю доходность, которую дает рынок. Ничто не может быть более далеким от правды. Они *не зарабатывают* ее, просто потому что *не могут*. Реальность, как всегда, далека от иллюзий. Да, если фондовый рынок приносит годовую доходность 10%, инвесторы, как группа, могут получить *валовую* доходность 10%. Но их *чистая* доходность уменьшается на сумму стоимости услуг финансовых посредников — всех комиссий за управление средствами и проведение брокерских операций, административных расходов, а также на сумму налогов на прибыль и прирост капитала.

Разумно предположить, что затраты на услуги посредников составляют по меньшей мере 2% в год, а для налогооблагаемых инвестиционных счетов налоги могут *легко* забрать еще 2%. Результат: на рынке с доходностью 10% *чистая* доходность инвесторов составляет не более 8% до уплаты налогов и 6% после их уплаты. Реальность: указанные издержки съедают 40% номинальной доходности рынка. Но и это еще не все. Затраты и налоги вычитаются каждый год в *номинальных* долларах, в то время как конечная стоимость отражает *реальные*, расходуемые доллары. В условиях 3%-ной годовой инфляции 10%-ная номинальная доходность акций дает реальную доходность всего 7%. После вычета затрат на услуги посредников и налогов в размере 4% реальная доходность инвестора падает до 3% годовых. Другими словами, затраты и налоги съедают не 40%, а все 57% реальной доходности рынка.

В долгосрочной перспективе такая систематическая ошибка — использование в расчетах гораздо более высоких теоретических доходностей, чем те, что доступны в реальном мире, — создает весьма впечатляющее различие в результатах. Вы помните, что за 50-летний срок начальная инвестиция \$1000 принесет \$31 000 реального дохода? Теперь, если вычесть отсюда 2% инвестиционных издержек, конечная стоимость нашей инвестиции упадет до \$11 600. А если предположить, что ставка налогов по налогооблагаемым счетам составляет хотя бы 2%, то изначально вложенные \$1000 принесут не иллюзорные номинальные \$212 000, которые мы видели несколько мгновений назад (удивительная созидательная сила нарастающей по сложному проценту *доходности*), а всего \$4300 в реальных, после вычета всех издержек, долларах — удивительная разрушительная сила накапливаемых *издержек*. *Почти 98% нашего предполагаемого богатства испарились в воздухе за пару минут объективных расчетов.* Вы по-прежнему верите, что заработаете рыночную доходность? *Не верьте цифрам!*

Как избежать издержек и налогов

Само собой разумеется, что биржевые брокеры с Уолл-стрит, финансовые консультанты и управляющие взаимными фондами неохотно представляют такого рода сравнение иллюзии с реальностью. (Справедливости ради надо отметить, что в своей книге «Долгосрочные инвестиции в акции» Сигел приводит исторические доходности в номинальном и реальном выражении, хотя и без учета издержек и налогов.) Мы не только потакаем склонности к оптимизму среди инвесторов, но и усиливаем ее. Однако в то время как нет способа избежать инфляции, вполне возможно снизить инвестиционные издержки и налоги до минимума. Только при этом условии инвесторы в акции могут рассчитывать на то, чтобы заработать (практически всю) валовую доходность рынка. И возможность это сделать — *владеть фондовым рынком через индексный фонд с низкими издержками и низкой оборачиваемостью* — оптимальная стратегия, чтобы заработать почти 100% вместо 60% номинальной годовой доходности рынка. *Вы можете рассчитывать на это!*

Склонность к оптимизму свойственна и корпоративному миру. Руководители компаний неизменно представляют перспективы роста своих фирм в максимально оптимистичном свете — и чаще всего оказываются неправы. Опираясь на эти корпоративные прогнозы, фондовые аналитики Уолл-стрит на протяжении последних двух десятилетий регулярно рассчитывали средний рост прибылей корпораций на следующий пятилетний период. В среднем их прогнозная оценка по годовым темпам роста прибыли была на уровне 11,5%. Однако как группа компании достигли своих целевых показателей только в трех из 20 пятилетних периодов. Фактический рост прибылей этих компаний в среднем составил только половину от их изначального прогноза, т.е. всего 6%.

Но должны ли мы удивляться такому разрыву между прогнозами и результатами? Дело в том, что совокупная прибыль наших корпораций тесно связана с ростом нашей экономики. В редкий год корпоративные прибыли после налогообложения составляли менее 4% от валового внутреннего продукта США, но и редко превышали 8%. На самом деле начиная с 1929 г. корпоративные прибыли после налогообложения росли на 5,6% в год, т.е. фактически отставали от 6,6%-ного темпа роста ВВП. В нашей капиталистической экономике, где человек человеку волк, где царит беспощадная и почти неограниченная конкуренция, где потребитель — царь и бог, особенно в информационную эпоху, неужели вы думаете, что прибыли корпоративной Америки могут расти быстрее, чем наш ВВП? *Не верьте цифрам!*

Прибыль: объявленная, операционная, предварительная, пересчитанная

Наша склонность к оптимизму привела к созданию еще одного пагубного источника иллюзий. Постепенно и незаметно мы изменили само определение прибыли. В то время как *объявленная* прибыль остается, если можно так выразиться, стандартом с тех далеких времен, когда Standard and Poor's начала собирать свои данные, в последние годы акцент сместился на *операционные*