

Содержание

<i>Предисловие</i>	5
<i>Вступление</i>	9
1. Какую доходность можно ожидать от рынка акций.....	13
2. На какие географические рынки стоит идти инвесторам.....	21
3. Критерии привлекательности странового рынка	29
4. Выдающиеся стоимостные инвесторы: старая гвардия	37
5. Выдающиеся стоимостные инвесторы: новая когорта.....	57
6. Нужно ли выбирать время инвестирования в акции.....	65
7. Риск и диверсификация	74
8. Что такое «дорого» и «дешево», если речь идет о рынке в целом	85
9. По каким показателям оценивать отдельные акции и что такое дешевая акция	100
10. Дивиденды	113
11. Что такое качественная акция: качество в количественном измерении	121
12. Что такое качественная акция: качество само по себе	128
13. А мы сможем так же?.....	136
14. Стоимостное инвестирование по Баффету: мифы и реальность.....	144
15. Стоимостное инвестирование сегодня: почему стало модно ставить на рост	152
16. Стоимостное инвестирование на перегретом рынке: спасение в коротких позициях?	164
<i>Заключение</i>	
Что читать дальше	172
<i>Приложение</i>	176

Предисловие

Человеку с рождения и до смерти свойственно любить игру, так уж он устроен. Суть любой игры — преуспеть, оказаться лучше других (или себя в прошлом) — совпадает с сутью жизни вообще, жизни как борьбы за распространение своих генов. Хороший игрок — необязательно успешный прародитель успешного потомства, но победа в игре вполне заменяет победу в жизни и в момент игры, и (для многих) в целом на жизненном пути. Особенно в игре, успех в которой приносит победителям благосостояние и уважение!

В таких играх, правда, чаще всего победителей несравнимо меньше, чем проигравших: возьмите футбол, теннис, бокс, акробатические трюки, где обычный удел игроков — тяжелый труд, травмы, потеря здоровья и нервов, а порой и жизни, при этом вознаграждение редко позволяет им даже задуматься о достойном существовании. На сотни тысяч проигравших в них найдется где сотня (как в футболе или теннисе), где (как в боксе) десяток победителей — их имена известны всему миру, гонорары огромны, а по завершении игры они могут сказать себе: «Жизнь удалась». В такие игры идут играть в надежде на удачу, но я бы не рекомендовал разумным читателям это делать: вероятность удачи очень низка.

Игр, в которых и шанс победить, и вознаграждение велики, не так много. Но среди них есть одна, где не требуются

большие временные затраты (по крайней мере так кажется) и особенные способности (по крайней мере на первый взгляд), где на получение результатов нужны не десятилетия, а всего годы, месяцы или даже дни (а иногда — миллисекунды), где выигрыш может быть астрономическим, а может — скромным, зато вполне вероятным. Эта игра — инвестирование.

В последнее время развитие систем инвестирования и низкая стоимость денег сделали эту игру особенно популярной. Но и в прошлом, когда покупка акций была более сложным технически делом, вопрос оптимальной стратегии инвестирования занимал не только множество рядовых игроков, но и лучшие умы человечества (мы знаем немало примеров, когда самые лучшие умы теряли все свои сбережения, но это уже другая история).

Главное, надо понимать, что инвестирование в общечеловеческом смысле, как, впрочем, и с точки зрения математической теории, является именно игрой. В нем есть игроки — инвесторы, фишки — объекты инвестирования, ставки — вложения, ну и, конечно, правила определения выигрыша и проигрыша. Инвестирование — это так называемая игра с нулевой суммой относительно размеров экономики: ничего не берется из ниоткуда, и, если один вложил и заработал, значит, другой этот заработок профинансировал. Поскольку, как в любой игре, чем выше талант или возможности, тем уже круг их обладателей, выигрыши в инвестировании в общем случае концентрируются в руках меньшинства — существенно больше половины инвесторов в итоге проигрывают. Однако это соотношение не слишком катастрофическое — по статистике, примерно 20% инвестиционных фондов показывают приличные результаты, а 10% стабильно обгоняют бенчмарки. К тому же часто инвесторы обыгрывают в массе тех, кто не инвестирует (они тоже участвуют в игре, хотя и не подозревают этого). В общем, играть в инвестиции здорово и с хорошей вероятностью прибыльно.

Однако здорово — не значит просто. Инвестиционный ландшафт невероятно разнообразен, правила игры очень сложны, игроки все разные, фишки тоже. Даже в шахматах, где на доске 64 клетки, фигур 32, а игроков двое, не существует стратегий, гарантирующих выигрыш, и успешный игрок должен долго изучать чужие партии, запоминать комбинации и оценивать каждую позицию по совокупности сложных параметров, а каждый ход — по тому, улучшает он позицию или нет.

То же самое происходит и в инвестициях. Хороший игрок должен знать «партии» множества своих предшественников, оценивать качество своей позиции и понимать, как она изменится от того или иного хода. Это, разумеется, не дает гарантии от проигрыша партии — ведь против инвестора играет весь мир, такой непредсказуемый, многообразный и все менее логичный. Однако это, без сомнения, увеличивает шансы на выигрыш и статистически приближает игрока к статусу «успешного».

Книга Елены Чирковой «Стоимостное инвестирование в лицах и принципах» как раз и посвящена одновременному решению обеих задач: выделив в огромном многообразии потенциальных стратегий инвестирования одну, Елена делает краткий, но очень емкий обзор как истории применения этой стратегии великими игроками, так и фундаментальных и практических основ этой стратегии.

Надо сказать, что Елену нельзя отнести к числу «спортивных комментаторов», которые рассказывают нам об игре не только в ней не участвуя, но и не имея к ней способностей. Она — успешный участник инвестиционного рынка, инвестор с большим стажем, прошедший школы таких знаменитых инвестиционных институтов, как «Ротшильд» и «Тройка Диалог», владелец успешного собственного инвестиционного портфеля и, наконец, главный управляющий известным и успешным фондом. В этом смысле ее книга особенно ценна, поскольку она проверена практикой, а описанные

в ней стратегии глубоко поняты, переосмыслены, испробованы автором.

Эта книга не сделает вас чемпионом в инвестировании — никакая книга на это не способна. Но внимательное изучение ее существенно повысит ваши шансы в захватывающей, сложнейшей, динамичнейшей, беспощадной и прекрасной игре. Желаю вам с успехом воспользоваться этой возможностью!

*Андрей Мовчан,
управляющий партнер Movchan's Group*

Вступление

Эта книга представляет собой реализацию моей давней задумки — написать про стоимостное инвестирование. Мне долго не удавалось сдвинуть проект с мертвой точки. И когда книга все-таки появилась, я была уже не просто специалистом по стоимостному инвестированию и частным инвестором, управляющим своими деньгами, а управляющим фонда акций GEIST в составе Movchan's Group, который действует на основе принципов стоимостного инвестирования. Так что я многое могу сказать не только как теоретик, но и как практик.

Инвесторов, придерживающихся принципов стоимостного инвестирования, много. О самых известных из них написано немало книг. Книг, где анализируются принципы нескольких инвесторов, еще больше. Вместе с тем большинство авторов рассматривают инвесторов по отдельности, редко суммируя то общее, что у них есть в подходах, и тем более выявляя различия. Я же хочу подойти к вопросу иначе. Амбициозность моей идеи состоит в том, чтобы сопоставить принципы стоимостных инвесторов и на основе сравнения представить читателю некий усредненный в хорошем смысле слова вариант.

Это в чем-то сродни тому, что говорил один швейцарский повар, который осел на Бали. У него там самый известный ресторан и кулинарная школа, а еще он написал и издал первую в мире книгу с рецептами балинезийской кухни. На уроке в его школе, который я посетила, он рассказывал, что в поисках материалов для книги ездил по острову и записывал рецепты

традиционных блюд. В разных деревнях их готовили по-своему, и канонического рецепта не существовало. Ложной скромностью повар не отличался и считал, что его книга и создала канон.

Моя задача намного проще уже потому, что на тему стоимостного инвестирования написано очень много. Но одновременно и сложнее: если балинезийский повар мог испробовать все рецепты, выбрать лучший или поколдовать над своим, то в нашем случае такой вариант невозможен. В стоимостном инвестировании результаты становятся понятны только на длинном горизонте, а время никак не сжать. Инвестирование — это не биотехнологии, где есть возможность проводить эксперименты быстро. Трудно воспользоваться и результатами предыдущего тестирования тех или иных стратегий, так как их результативность меняется со временем. Это показано в главе 15.

Я тщательно подбирала источники для этой книги. На первом этапе был произведен отбор самих инвесторов, обыгравших или обыгрывающих рынок. Как правило, аномальную сверхдоходность дают новые инвестиционные стратегии — таковым, например, был арбитраж разных видов в 1980-е или высокочастотный трейдинг в конце 1990-х — начале 2000-х. Но, как только высокоприбыльная «поляна» становится слишком тесной для толпы управляющих, которые на нее стекаются, стратегия начинает приносить все меньше и меньше, так что экстраполировать такие доходности тоже нельзя. Именно поэтому в разряд выдающихся инвесторов попадают, как правило, те, кто обыгрывает рынок стабильно и на протяжении долгих лет. Иначе говоря, те, кто показывает, что умеет инвестировать лучше других в меняющейся среде. Помимо прочего, только на длинном интервале видно, случаен ли успех.

В мой список попали только те, кто имел задокументированные результаты и существенно обыгрывал рынок на длинном интервале. Так, если взять учителей Уоррена Баффета, Бенджамина Грэма и Филиппа Фишера, то в него попал Грэм,

а Фишер нет — доходность его клиентских портфелей осталась военной тайной для широкой публики, тогда как доходность Грэма известна для всех компаний, которыми он владел. Доступность результатов очень сильно сужает круг гуру, чье мнение мы будем изучать.

На втором этапе из полученного списка отбирались те инвесторы, которые хоть что-то сказали об инвестировании от себя, поскольку перепевать перепевы — это не лучший подход. А управляющие активами часто являются молчунами — то ли деньги любят тишину, то ли времени нет, то ли не хотят выдавать свои секреты, то ли считают, что непрофессионального инвестора все равно инвестированию не обучить.

Как бы то ни было, откровений из первых уст, на которые можно полагаться, не так много, что служит существенным ограничением. И все же материалов для книги набралось достаточно. Ее наброски выходили в виде статей на портале The Bell и на сайте российского *Forbes*, и тем, кто эти статьи читал, большая часть изложения покажется знакомой. Однако книжная версия получилась гораздо объемнее и, я надеюсь, информативнее.

Наверное, мне стоит выразить свое отношение к тому, можно или нельзя научить непрофессионального инвестора успешно инвестировать, раз уж я затронула эту тему. На мой взгляд, это в какой-то мере возможно. Когда я работала над первым вариантом своей книги об Уоррене Баффете «Философия инвестирования Уоррена Баффетта»* (ныне более распространен вариант написания фамилии этого инвестора с одной «т»), мне хотелось на его примере объяснить, как можно много заработать. Со временем пришло понимание, что изучение его принципов позволяет как минимум много не потерять. Но в этом тоже огромная ценность, и инвестиционную теорию стоит изучать даже ради этого.

* Чиркова Е. Философия инвестирования Уоррена Баффетта, или О чем умалчивают биографы финансового гуру. — М.: Альпина Паблишер, 2008.

Эта книга посвящена памяти моего близкого друга Льва Гельмана, который скоропостижно скончался в возрасте 59 лет. Его ранняя смерть настолько меня потрясла, что я сразу же села за книгу, которую откладывала много лет. Вдруг стало ясно, что ничто не вечно под луной, идей у меня пока много и я хочу обязательно закончить все задуманное, находясь в здравом уме и твердой памяти. В результате статьи про стоимостное инвестирование писались на одном дыхании, и я представляю книгу на их основе вашему вниманию.

Какую доходность можно ожидать от рынка акций

Давайте начнем с того, чего вообще — какой доходности — можно ожидать от вложений в акции публичных компаний. По понятным причинам этот вопрос волновал людей с момента появления таких компаний в XVII веке в Англии. Первые серьезные оценки, однако, были опубликованы в США только в 1924 году. Поскольку считать тогда приходилось в столбик, на счетах или на арифмометре, а биржевые котировки не были оцифрованы, автор расчета инженер Эдгар Лоуренс Смит ограничился вложениями в отдельные портфели акций и не замахнулся на рынок в целом.

Новаторство Смита состояло в том, что он принял во внимание рост рыночной стоимости бумаг. До него учитывали лишь дивидендную доходность, а сами акции считали чем-то вроде мусорных облигаций, поскольку дивидендные выплаты не гарантированы.

Смит на обширном статистическом материале показал, что на длительном временном интервале (он брал диапазоны в 20 и 22 года в промежутке с 1880 по 1922 год) инвестиции в акции гораздо выгоднее, чем в облигации. И это была прорывная

для своего времени идея. Смит догадался, что одна из причин этого кроется в инфляции — доходность облигаций фиксирована в номинальном выражении, а цены акций отражают тот факт, что продаваемые компанией товары становятся дороже из-за общего роста цен. Книга Смита «Обыкновенные акции как долгосрочные инвестиции» (Common Stocks as a Long-Term Investments) стала знаменитой из-за положительной рецензии на нее Джона Мейнарда Кейнса.

Вторая серьезная попытка оценить доходность акций была предпринята в 1938 году, когда бизнесмен Альфред Коулз III обеспечил финансирование таких подсчетов. Появилась возможность рассчитать первые индексы акций. Разработчики индексов собрали цены на отдельные бумаги (но только месячные верхние и нижние пики) и дивиденды по ним с 1871 по 1937 год и получили, что с учетом реинвестирования дивидендов доходность американских акций в реальном выражении, то есть за вычетом инфляции, в этот период составила 6,5% в год, а облигаций — только 3,6%. Таким образом, премия за рыночный риск — а разница между доходностью акций и облигаций называется именно так — составила 2,9 процентного пункта в год. (Это реальное выражение: если из номинального вычесть номинальное, получится реальное.) Роджер Ибботсон и Рекс Синкфилд в статье 1976 года на интервале 1826–1974 годов насчитали еще более высокую премию за рыночный риск: 6,1 процентного пункта.

Обнаружение данной премии привело к тому, что компания Vanguard в 1975 году запустила первый индексный фонд, ведь выяснилось, что в акции можно инвестировать без разбора: даже купив индекс, заработаешь хорошо. Статья Раджниша Мехры и Эдварда Прескотта 1985 года подтвердила этот вывод на более длинном интервале 1889–1978 годов: по данным авторов, реальная доходность S&P в этот период составила 7% годовых, долгосрочного государственного долга — 1%, а премия, соответственно, — 6 процентных пунктов. Иными словами, премия и доходность на рынке США держались на этом уровне почти 100 лет.

Последующие исследования были не столь утешительны для инвесторов в акции. Известный специалист по оценке Асват Дамодаран в 2012 году показал, что с 1962 по 2011 год премия составляла всего 4 процентных пункта, а в период с 2002 по 2011 год и вовсе была отрицательной: –1. Впрочем, для фондового рынка интервал в 10 лет считается слишком коротким. В частности, в период с 2002 по 2011 год попали и дно фондового рынка (оно пришлось на 2003 год), вызванного коллапсом пузыря доткомов второй половины 1990-х годов, и проседание в ходе кризиса 2008 года. Два кризиса на 10-летнем интервале — это необычно много для США. Расчет с того же года по 2018 год включительно дает уже 2,5 процентного пункта.

В настоящее время в силу радикального упрощения расчетов из-за наличия данных в удобном формате появилось множество оценок для разных рынков и периодов вложения, множество сравнений с разными облигациями. Одни публиковались под пессимистическими заголовками типа «Смерть премии за риск: последствия 1990-х» (Иво Уэлш, например, в 2000 году в *Journal of Business* говорил всего о 2%), другие, напротив, были оптимистическими с обещаниями премии на 30-летнем горизонте вплоть до 13%. В любом случае совершенно очевидно, что если считать с 1970–1980-х, то премия немного понизилась. Если взять интервал с 1970-х, она ближе к 4%, нежели к 6%. Возможно, дело в том, что в 1970-х США испытывали двухзначную инфляцию, вызванную среди прочего нефтяным шоком, а акции в том десятилетии показывали не лучшие результаты.

В последнее время премия снова повысилась. Возможно, дело в количественном смягчении и понижении процентных ставок. Понижение ставок ведет к более низкой доходности облигаций на долгосрочном интервале. При понижении ставок облигации могут скакнуть в цене, но эффект будет краткосрочным: они погашаются по номиналу, и в этом смысле выше головы не прыгнешь.

На доходность акций количественное смягчение такого эффекта не оказывает: инвесторы начинают перекладываться

из облигаций в акции, цены акций подрастают и потому, что согласно теории чем ниже процентные ставки, тем выше цены ценных бумаг. Теория здесь абсолютно права. Механизмов трансформации низких процентных ставок в высокие цены акций несколько, но основной такой: компании могут дешевле занимать, стоимость капитала становится ниже, а чистая прибыль — выше.

Следующий важный вопрос: как эти данные экстраполировать в будущее? Вернется ли премия к историческим средним значениям на длинном интервале или на рынке произошли фундаментальные изменения, из-за которых премия не только не вырастет, но и упадет?

Аргументы сторонников высокой премии таковы. Самый главный из них состоит в чересчур теоретическом характере расчетов на длинном интервале. На практике у среднего американского инвестора такого горизонта нет. Сначала он выплачивает ипотеку и кредит за учебу, а уж потом всерьез начинает инвестировать сбережения, поэтому его горизонт инвестирования короче 20 лет, а поскольку фондовый рынок волатильнее облигационного и чем короче горизонт, тем выше вероятность уйти в минус, инвестору нужна компенсация за волатильность. На мой взгляд, это так, но не совсем. Про волатильность все верно, а горизонт на самом деле длинный. Как только американец начинает работать, у него появляются пенсионные отчисления, а это и есть те самые длинные деньги, которые будут востребованы через много лет. Кстати, в Соединенных Штатах людям разрешено самим управлять пенсионными накоплениями.

Второй аргумент бихевиористский. Психология инвесторов не позволяет им придерживаться стратегии «купить и держать», они все равно паникуют и продают бумаги в кризис и, наоборот, вкладываются в них на пике. И кое-какая компенсация снижения их доходности из-за этого фактора тоже должна быть.

И наконец, инвесторы не уверены в долгосрочной перспективе. Вдруг случится еще одна Великая депрессия или

произойдет какая-то серьезная катастрофа — черный лебедь, — от которой нельзя застраховаться? На мой взгляд, катастрофа вполне может случиться, как показала пандемия, а вот Великая депрессия — вряд ли. Сейчас государство в ситуации осени 1929 года будет поддерживать игроков рынка (кризисы 2008 и 2020 годов это ясно продемонстрировали), а тогда оно не имело ни опыта, ни финансовой возможности из-за скромного государственного бюджета.

Каковы же аргументы сторонников той точки зрения, что премия к историческому уровню не вернется? Прежде всего они говорят о том, что поколение, помнившее 1929 год, — а именно это поколение с завышенной оценкой рисков господствовало на фондовом рынке в 1950-е — умерло, а современные инвесторы оценивают риски адекватно. Еще высокую историческую премию принято объяснять существенными транзакционными издержками инвестирования в акции в прошлом — ведь доходность считается без их учета. Сейчас транзакционные издержки приближаются к нулю. Первый удар по ним был нанесен Комиссией по ценным бумагам и биржам США, в 1975 году отменившей фиксированные комиссии за сделку, которые составляли до 2% от ее суммы (купить и продать — это уже 4%) и после отмены сильно упали. Интернет-трейдинг завершил дело.

Еще один важный аргумент: не надо равняться на рынок США, ведь он один из лучших в мире, а мировые средние не столь оптимистичны. Давайте на них посмотрим. И здесь нас ждет сюрприз. Оказывается, американский рынок не самый лучший, по крайней мере в XX веке. По данным исследования Лондонской школы бизнеса и банка ABN AMRO Millennium Book II: 101 Years of Investment Returns, в XX веке доходность американского рынка в реальном выражении (6,9%) была ниже доходности двух других рынков — шведского (8,2%) и австралийского (7,6%). Приблизились к ней канадский, британский, голландский, ирландский, швейцарский и датский рынки. На них доходность составляла от 5 до 6,4%

годовых на протяжении всего столетия. Разрыв между шведским и американским рынками в XXI веке почти нивелировался: это 6% против 5,8% в реальном выражении. А вот австралийский рынок отстал от американского. Кроме того, если говорить о данных с 1988* по 2020 год, то в спину рынку США, который на первом месте с 12,4% годовых (это уже номинальные значения), дышит рынок Дании с 11,7% годовых, а затем идут Нидерланды с 8,2% и Швеция с 6,4%.

У немецкого, французского, бельгийского и испанского рынков в XX веке показатели хуже, но эти страны были затронуты Первой и Второй мировыми войнами или, как Испания, гражданской войной. У Франции, которая больше всего пострадала в Первой мировой, доходность облигаций составила -1,1%, но премия за инвестирование в акции была существенной — 5,1 процентного пункта. Показатели фондового рынка Германии также хуже показателей стран-лидеров только в абсолютном выражении: ее фондовый рынок за столетие принес инвесторам всего 3,7% годовых, что немного, но премия за рыночный риск была существенной — целых 6 процентных пунктов. Такой результат получается потому, что немецкие долговые бумаги из-за двух войн и гиперинфляции 1922–1923 годов заработали -2,3% годовых. Еще одной страной, государственные облигации которой показали минус в XX веке (-1,6%), является Япония. При этом премия за инвестирование в акции составила 6,6%, а это почти как в США.

Ситуация с экстраполяцией этих данных неоднозначна. С одной стороны, мы не ожидаем войны в Европе, и военную скидку на доходность французских и немецких акций можно убрать. С другой стороны, Япония больше не показывает таких макроэкономических результатов, как в 1960–1980-е годы. В стране наблюдаются дефляция и нулевой экономический

* С этого года рассчитываются индексы MSCI — Morgan Stanley Country Index.

рост, несмотря на проведение политики количественного смягчения.

Но вернемся к американскому рынку. В таблице 1 представлена доходность вложений в него в зависимости от года входа: 1871 год часто используют, поскольку именно до него изначально оцифровывались данные, и я взяла для сравнения 1946-й — первый послевоенный год, а остальные — просто круглые даты. Как видно из таблицы 1, с какого года ни считай, доходность не опускается ниже 5,9%. Исключением является 2000 год, но это пик доткомовского пузыря, а он считается самым крупным в XX веке в США. И даже инвестировав на пике пузыря в рынок в среднем, на длинном интервале можно было получить 5,3% годовых в номинальном и 3,1% годовых в реальном выражении. Не так уж плохо! (Только не стоит думать, что так заканчивается инвестирование на пике любого пузыря. Японский фондовый индекс Nikkei 225 на момент написания этой книги существенно ниже, чем на пике в конце 1989 года, хотя прошло уже 32 года с начала коррекции.)

Таблица 1. Среднегодовая доходность S&P 500 TR* в зависимости от года входа в рынок (по данным на конец мая 2021 года)

Период, гг.	В номинальном выражении, %	В реальном выражении (номинальное минус инфляция), %
1871–2021	9,2	7,0
1946–2021	11,1	7,2
1950–2021	11,5	7,8
1960–2021	10,4	6,5
1970–2021	10,8	6,7
1980–2021	12,0	8,7
1990–2021	10,5	8,0
2000–2021	7,1	4,8
2010–2021	14,4	12,3

* S&P 500 TR (Total Return) — индекс S&P 500 с учетом реинвестирования дивидендов.

Понятно, что предсказать точно будущую доходность фондовых рынков даже на долгосрочных интервалах вряд ли удастся. На нее влияет множество факторов, начиная с роста ВВП и учетной ставки и заканчивая психологическими аспектами. На мой взгляд, можно исходить из рыночной премии к доходности гособлигаций как минимум в 4 процентных пункта — премии, сложившейся в последние десятилетия в США. Пока что ее придется добавлять к низкой доходности государственных облигаций. Но речь, как мы помним, идет о реальном выражении, то есть без учета инфляции.

2

На какие географические рынки стоит идти инвесторам

Во второй половине XX века инвестиции на рынках некоторых развивающихся регионов приносили до 700% годовых. Но так ли безопасны инвестиции в такие рынки? Можно ли найти регион с высокими перспективами роста, который в долгосрочной перспективе не поджидают дефолт, коллапс на бирже и серьезные экономические трудности?

В предыдущей главе мы говорили о том, что при инвестировании в развитый фондовый рынок, а именно рынок США, инвестор, скорее всего, может рассчитывать на доходность, которая выше доходности государственных облигаций как минимум на 4%. В долгосрочной перспективе даже ближе к 6–7%. Может быть, стоит пойти на развивающиеся рынки и там заработать больше? Тем более что есть примеры очень большого успеха на развивающихся рынках.

Самое известное имя — это, пожалуй, Джон Темплтон, «Христофор Колумб инвестирования», фонд которого первым из американских инвесторов начал вкладываться в акции японских компаний. Это случилось в конце 1960-х годов, когда

совокупная капитализация фондового рынка Японии равнялась капитализации IBM. Свои личные деньги он начал инвестировать еще в 1950-е, когда даже запрет на экспорт капитала, то есть вывод прибыли, еще не был снят. Темплтон разглядел в Японии будущее экономическое возрождение. (См. более подробную информацию о Темплтоне в следующей главе.)

Темплтон был одиночкой, опередившим свое время. Другие инвесторы в 1960-е в Японию не шли. Во-первых, зарубежное инвестирование было среди американских инвесторов в принципе не в моде. Во-вторых, Япония воспринималась как страна с крохотной экономикой, которая ни на что не способна: проиграла Вторую мировую войну, на экспорт производит на своих устаревших фабриках с дешевой рабочей силой только товары с низкой добавленной стоимостью (в основном текстиль) или низкокачественные товары да вывозит сельскохозяйственную продукцию. К тому же инвесторов смущали высокая волатильность японского рынка и трудности с поиском информации.

Между тем такое восприятие Японии не соответствовало действительности. Еще до войны у страны были амбиции стать мировой промышленной державой. А ее военная техника, использовавшаяся во Вторую мировую, по своим характеристикам (например, дальности полетов и скорости истребителей) превосходила американскую. Японцы проиграли борьбу в Тихом океане в основном из-за стратегических ошибок. Почитайте книгу Бартон Бигтса «Богатство, война и здравомыслие» (Wealth, War and Wisdom), там об этом хорошо рассказано. Если в 1955 году в японском экспорте текстиль составлял 37,2%, а машины и оборудование — 13,7%, то в 1968-м — 15,2% и 43,6% соответственно. Все 1960-е годовые темпы роста ВВП страны были двузначными.

Темплтон начал инвестировать в Японию еще в 1950-е годы, но тогда это были его личные деньги. Деньги инвесторов фонда он не вкладывал, потому что в Японии действовал запрет на вывоз капитала. В 1960-е годы эти ограничения были

сняты, и Темплтон стал покупать акции для фонда. Они были крайне дешевы — показатель Р/Е японского фондового рынка в целом составлял около 4, тогда как американского при более низких темпах роста — 19,5. Темплтон вложил в бумаги Hitachi, Nissan Motors, Matsushita Electric, Nippon Television, Sumitomo Trust and Banking и других компаний.

Стратегию Японии, заключающуюся в ориентации на экспорт при его поддержке за счет заниженного курса валюты, сначала повторили «азиатские тигры» — Корея, Тайвань, Сингапур и Гонконг, а затем Китай. Инвестор, правильно идентифицировавший страны со взрывным будущим экономическим ростом и низкой стоимостью акций, мог на этом заработать. В корейских бумагах, например, было выгодно «сидеть» в конце 1990-х — начале 2000-х годов. Темплтон это и делал. С 1954 по 1992 год, когда управляющая компания была продана, инвесторы фонда Темплтона зарабатывали в среднем 15% годовых.

Когда мы видим такую доходность, всегда возникает вопрос: а можно ли это повторить? Для этого нужно угадать, какая страна будет следующей.

Известный управляющий активами Марк Фабер в вышедшей в 2010 году книге «Золото завтрашнего дня: Эпоха открытия Азии» (Tomorrow's Gold: Asia's Age of Discovery) предсказывал, например, что следующим «тигром» станет Камбоджа. Темпы экономического роста в стране потрясающие: за период с 1994 по 2019 год это в среднем 7,1%. Но фондовый рынок остается неразвитым: фондовая биржа была основана только в 2011 году, и на сегодня на ней котируются всего семь компаний, четыре из которых относятся к одной отрасли — это стивидоры.

Нобелевский лауреат по экономике Роберт Шиллер в своей книге «Иррациональный оптимизм»^{*} задним числом сделал прекрасную подборку самых больших скачков фондового рынка в 1970–1990-е годы (см. табл. 2 и 3). Если говорить

^{*} Шиллер Р. Иррациональный оптимизм: Как безрассудное поведение управляет рынками. — М.: Альпина Паблишер, 2020.

о пятилетних периодах, то на первом месте идут Филиппины, где рост фондового рынка в период с ноября 1984 по ноябрь 1989 года составил 1253%, на втором — Перу, где с сентября 1991 по сентябрь 1996 года рост достиг 743%, а на третьем — Чили, где с марта 1985 по март 1990 года рынок вырос на 690%. На 12-месячном интервале лучшими оказались Филиппины, Тайвань, Венесуэла и Перу. Интересен тот факт, что в списке лидеров есть и развитые европейские страны: на пятилетнем интервале это Испания, Австрия, Португалия и Финляндия, а на 12-месячном — Италия, Австрия, Финляндия и Дания.

Удачные периоды начинались в зависимости от страны в 1980, 1982, 1984, 1985, 1986, 1987, 1989, 1991 и 1993 годах. Иными словами, Шиллер показал, что распределение этих стран и периодов очень похоже на случайное. Его наблюдение показывает и то, что за пятилетним периодом бурного роста с большой вероятностью следует резкое падение: так было в девяти случаях из 15 (за 12-месячным периодом падение последовало только в восьми случаях из 15). Наименее сильным падение было в Тайване — 13%, тогда как в Финляндии оно достигло 56%, а в Португалии — 65%. Такие коррекции, скорее всего, свидетельствуют о схлопывании пузыря. Иными словами, аномальный рост — сам по себе предвестник падения, и его нужно остерегаться. Это лишний раз подтверждает простую мысль: чтобы заработать, нужно угадать, где возникнет пузырь, а это почти невозможно. Почти невозможно и выйти из пузыря вовремя, так как начало коррекции тоже трудно предсказать.

Таблица 2. Максимальная 12-месячная доходность страновых фондовых рынков в 1970–1990-х годах

Страна	Рост, %	Период
Филиппины	683	Дек. 1985 г. — дек. 1986 г.
Тайвань	400	Окт. 1986 г. — окт. 1987 г.
Венесуэла	385	Янв. 1990 г. — янв. 1991 г.
Перу	361	Авг. 1992 г. — авг. 1993 г.

Окончание таблицы

Страна	Рост, %	Период
Колумбия	271	Янв. 1991 г. — янв. 1992 г.
Ямайка	225	Апр. 1992 г. — апр. 1993 г.
Чили	200	Янв. 1979 г. — янв. 1980 г.
Италия	166	Май 1985 г. — май 1986 г.
Ямайка	163	Авг. 1985 г. — авг. 1986 г.
Таиланд	162	Окт. 1986 г. — окт. 1987 г.
Индия	156	Апр. 1991 г. — апр. 1992 г.
Италия	147	Апр. 1980 г. — апр. 1981 г.
Австрия	145	Февр. 1989 г. — февр. 1990 г.
Финляндия	128	Сент. 1992 г. — сент. 1993 г.
Дания	123	Апр. 1971 г. — апр. 1972 г.

Таблица 3. Максимальная 5-летняя доходность страновых фондовых рынков в 1970–1990-х годах

Страна	Рост, %	Период	Изменение цен за следующий год, %
Филиппины	1253	Нояб. 1984 г. — нояб. 1989 г.	44
Перу	743	Сент. 1991 г. — сент. 1996 г.	–48
Чили	690	Март 1985 г. — март 1990 г.	104
Ямайка	574	Дек. 1980 г. — дек. 1985 г.	39
Корея	518	Март 1984 г. — март 1989 г.	–37
Мексика	502	Янв. 1989 г. — янв. 1994 г.	–51
Тайвань	468	Май 1986 г. — май 1991 г.	–13
Таиланд	430	Май 1986 г. — май 1991 г.	17
Колумбия	391	Апр. 1989 г. — апр. 1994 г.	–52
Испания	382	Окт. 1982 г. — окт. 1987 г.	–34
Индия	346	Апр. 1987 г. — апр. 1992 г.	58
Финляндия	336	Сент. 1992 г. — сент. 1997 г.	40
Австрия	331	Янв. 1985 г. — янв. 1990 г.	–40
Португалия	329	Апр. 1993 г. — апр. 1998 г.	–65
Финляндия	291	Сент. 1982 г. — сент. 1987 г.	–56

Вряд ли рядовой инвестор может предугадать, кто будет следующим чемпионом, и уж тем более он не сможет угадать дважды — когда входить в конкретный рынок и когда из него выходить. Как же выбрать рынки, в которые инвестировать, на основании общего принципа, без лихорадочного поиска следующей золотой жилы?

Согласно исследованию Уильяма Гоцмана и Филиппа Джориона «Глобальные фондовые рынки в XX веке», с 1921 по 1996 год средняя (медианная) реальная доходность страновых фондовых рынков, за исключением США, составляла всего 0,8% и статистически неотличима от нуля. Согласно еще одному исследованию Гоцмана и Джориона, с 1929 года из 29 рынков, существовавших в то время, только на семи не прекращались торги. Семь рынков закрывались на срок от полугода до года, 15 не функционировали в течение длительного времени либо вообще «умерли».

Среди «усопших» — рынки стран Восточной Европы. Испанский рынок был закрыт из-за гражданской войны с 1936 по 1940 год, его результат в 1921–1996 годах — $-1,82\%$ годовых в реальном выражении. Рынки Гонконга, где биржевая торговля акциями началась еще в 1890-м, и Сингапура, где биржу основали 20 лет спустя, закрывались из-за японской оккупации. Китайский рынок войну пережил, но исчез в 1949 году.

Аргентинский рынок — один из старейших (первая в Латинской Америке фондовая биржа была основана в Буэнос-Айресе в 1895 году) — был закрыт в 1965-м на 10 лет. В результате беспорядков и гиперинфляции инвесторы потеряли интерес к акциям. Годовой рост на 27% в долларовом выражении в 1975–1996 годах не компенсирует полного обесценивания акций с 1944 по 1965 год. Рынок Египта, где торговля началась в 1890 году, Вторую мировую пережил, а огосударствление экономики при президенте Гамале Абделе Насере — нет. Он был закрыт в 1962 году, когда каирская биржа была четвертой в мире по обороту, и открылся вновь лишь в 1992-м. Чилийские акции за год, предшествовавший апрельским

событиям 1971-го, когда к власти пришел Сальвадор Альенде, потеряли 55%. Рынок правильно предсказал, что с ним делает социалистическое правительство: он был ликвидирован. Биржа была вновь открыта весной 1974 года Аугусто Пиночетом. С 1927 по 1996 год этот рынок приносил инвесторам в реальном выражении 3% в год — лучший результат в Латинской Америке.

Бейрутская биржа, созданная еще в 1920 году, закрылась в 1983-м из-за гражданской войны в Ливане на 11 лет. Кувейтский рынок, организованный в 1950-е и бурно росший в конце 1970-х — начале 1980-х годов из-за высоких цен на нефть, не функционировал три года из-за войны в Персидском заливе 1990 года и захвата Кувейта Ираком. Перуанская биржа закрывалась на длительные сроки в 1952–1957 и в 1988–1996 годах. В 1985 году к власти пришел радикал Алан Гарсиа Перес, и за время его шестилетнего президентского срока ВВП упал на 20%. В 1988 году началась гиперинфляция, за три года рост цен превысил 2 млн процентов. В результате индекс перуанских акций с 1941 по 1996 год в среднем терял в год 4,85% в реальном выражении.

Колумбия, Уругвай, Венесуэла, Мексика, Малайзия и Индия имели развитые фондовые рынки в 1920-х, но они до сих пор числятся в ряду развивающихся. Со второй половины 1930-х по 1996 год рынки Венесуэлы, Колумбии, Индии, функционировавшие все время, так и не вышли в плюс.

Но если инвестор все же хочет попытать счастья, то какой рынок выбрать? Что советуют стоимостные инвесторы на эту тему? Дельный совет можно найти у Темплтона. Главным при инвестировании в развивающиеся рынки он считает риск девальвации, а поэтому советует инвестировать в экономики с самыми стабильными валютами. Перспективы стабильности валюты, согласно Темплтону, можно определить по уровню заимствований и норме сбережений. Лучше всего входить в страны с небольшим внешним долгом и высокой нормой сбережений.

Другой известный стоимостной инвестор — Дэвид Дреман, который, кстати, утверждает, что инвестирование в развивающиеся рынки не дает большей доходности по сравнению с развитыми, видит основной инвестиционный риск в обесценивании инвестиций из-за инфляции. Соответственно, лучше выбирать экономики с низкой инфляцией. Такой подход соответствует тому, что говорит Темплтон, ведь высокая инфляция и является основной причиной девальвации валюты.

Успех Темплтона с Японией обусловлен тем, что он там с 1950-х годов и своими глазами наблюдал трансформацию страны. Это тоже немаловажный момент. Если вы знаете развивающуюся страну и ее бизнес по публикациям в интернете, то можете недооценить риски вложений в нее. Вовремя сделать ставку на следующего мирового «тигра» — это только начало. Важно еще вовремя закрыть позицию. Второе не менее важно, чем первое. Доходность Темплтона хороша еще и потому, что он не только вовремя вошел в японский рынок, но и вовремя, в 1980-е, вышел. Ровно тогда, когда иностранные инвесторы наводнили страну и рынок стал сильно переоцененным, Темплтон переложился в американские акции. Если вы не уверены в своей способности грамотно определить страну, точку входа и точку выхода, лучше оставить капитал на развитом рынке.

Сухой остаток — инвестиции в акции на развивающихся рынках не дают большей доходности, чем на развитых. Угадать отдельные резкие всплески крайне сложно, так же как и неизбежные после них коррекции. Риски инвестирования вплоть до закрытия биржи высоки, а цены акций с учетом этих рисков не так уж и низки. Сомнительно, что игра стоит свеч. На мой взгляд, разумнее постараться увеличить доходность вложений на развитых рынках за счет грамотного подхода, реализованного выдающимися стоимостными инвесторами. Насколько он реплицируем — тема отдельного разговора.

Критерии привлекательности странового рынка

Стоимостные инвесторы не оставили развернутой теории выбора географического рынка. Пожалуй, потому что почти все, кроме Темплтона, в основном инвестировали в США. Баффет, например, купил одну израильскую компанию, держал акции PetroChina, в кризис 2020 года сделал ставки на крупнейшие японские торговые дома, а также покупал корейские бумаги для своего личного портфеля. В целом это немного. Обычно Баффет публично нахваливает американский рынок и американскую экономику, утверждая, что элемент случайности в том, что он много заработал, есть: ему повезло родиться в США. И он весьма недалек от истины. Чуть ниже скажу почему.

В портфелях других ныне действующих стоимостных инвесторов (в следующей главе они будут названы) неамериканские компании встречаются крайне редко. И, как правило, это ИТ-сектор.

Расскажу, на что стоит обращать внимание, приглядываясь к тому или иному рынку акций. Самое главное — держать в голове, что если рынок выглядит дешевым, то он обязательно пойдет вверх: некоторые рынки хронически дешевые. Наглядный пример — российский рынок. Если оценивать его

по показателю Р/Е, то скидка с Р/Е индекса S&P 500 всегда была велика, а последнее время растет. После кризиса 2014 года мы увидели скидку в 65%, а на октябрь 2020 года она только увеличилась и достигла 80%. К хронически дешевым относятся чешский и польский рынки. И даже корейский рынок зачастую дешев.

В этой связи крайне важно смотреть, где находится рынок по сравнению со своими историческими средними уровнями. На рис. 1 представлены фактические и средние Р/Е гонконгского и корейского рынков. График приведен по начало июня 2021 года. Оба страновых индекса были одними из самых дешевых в мире. При этом, как видно, гонконгский рынок был сильно ниже своих исторических средних, а корейский — наоборот. Констатацией этого факта мы пока ограничимся, а в главе 8 вернемся к вопросу и разберем подробнее, что такое дорого и что такое дешево, если речь идет о фондовом рынке в целом, а не об отдельной бумаге.

Для того чтобы понять, почему дешевый рынок и должен быть дешевым, стоит посмотреть на факторы, которые определяют стоимость акций. Стоимость акций — это стоимость дисконтированных чистых потоков денежных средств, доступных для распределения акционерам. На числитель в этой формуле влияет темп роста денежных потоков (или чистой прибыли, потому что, как правило, они сильно коррелируют). На знаменатель влияет требуемая доходность инвесторов при вложении в конкретную страну, которая в свою очередь зависит от рисков.

Сначала разберемся с числителем. В стране с диверсифицированной экономикой рост прибыли публичных компаний коррелирует с ростом ВВП. Чем хуже растет страна, тем печальнее дела на фондовом рынке. Фактором, влияющим на экстенсивный рост, является рост населения. И в этом плане Индия — перспективная страна.

Чтобы прикинуть, какой из фондовых индексов будет расти быстрее, желательно также посмотреть на их отраслевую

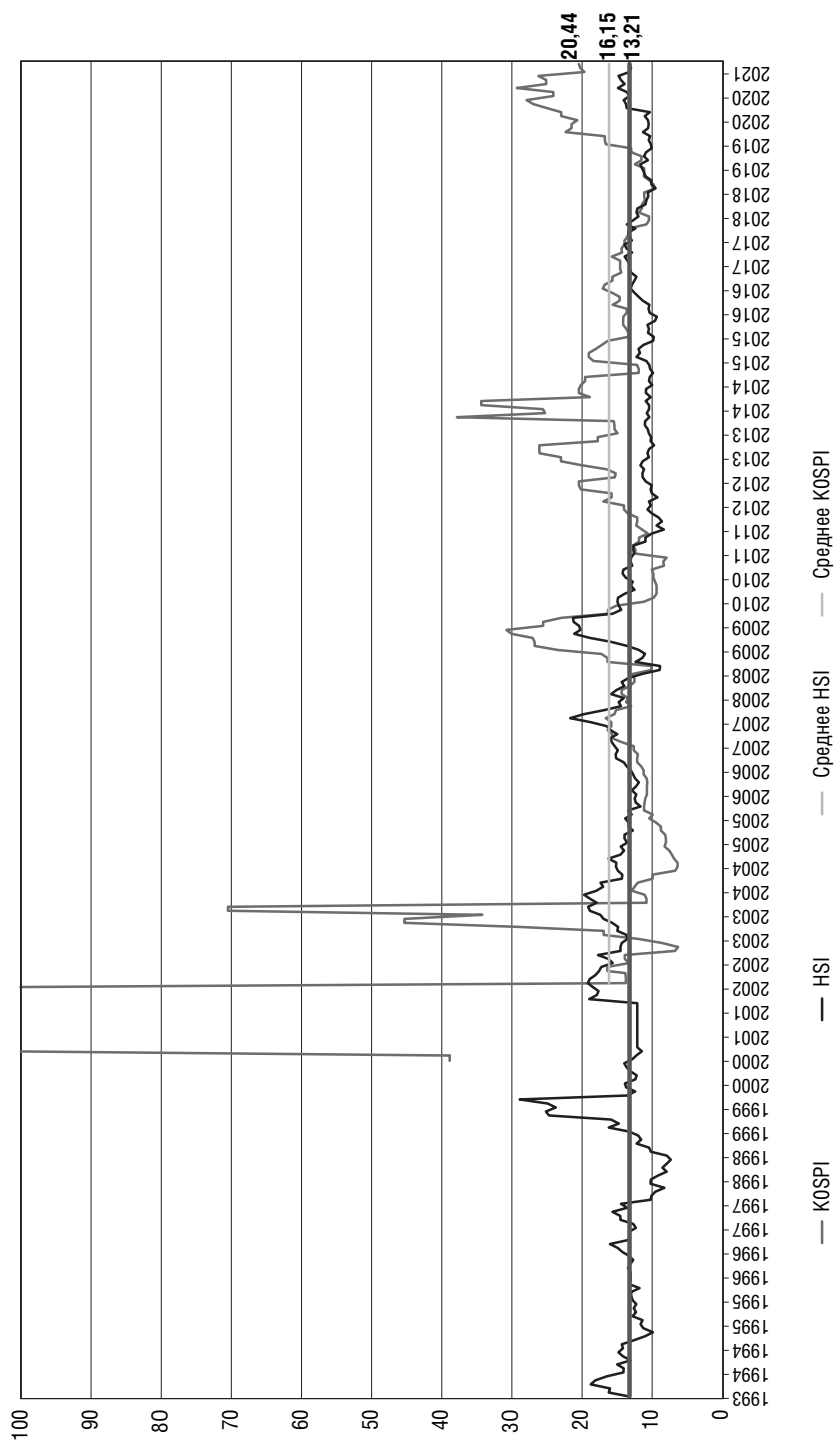


Рис. 1. P/E гонконгского (KOSPI) и корейского (HSI) рынков по сравнению с историческими средними
 Источник: Bloomberg, расчеты автора.

структуру и ответить на вопрос, как велика доля перспективных отраслей. В первую очередь это технологии, здравоохранение и фармацевтика. К отраслям со скромными результатами можно отнести нефтегазовую отрасль, транспорт, автомобилестроение (включая компоненты), банковскую сферу, телекоммуникации и коммунальное хозяйство (рис. 2).

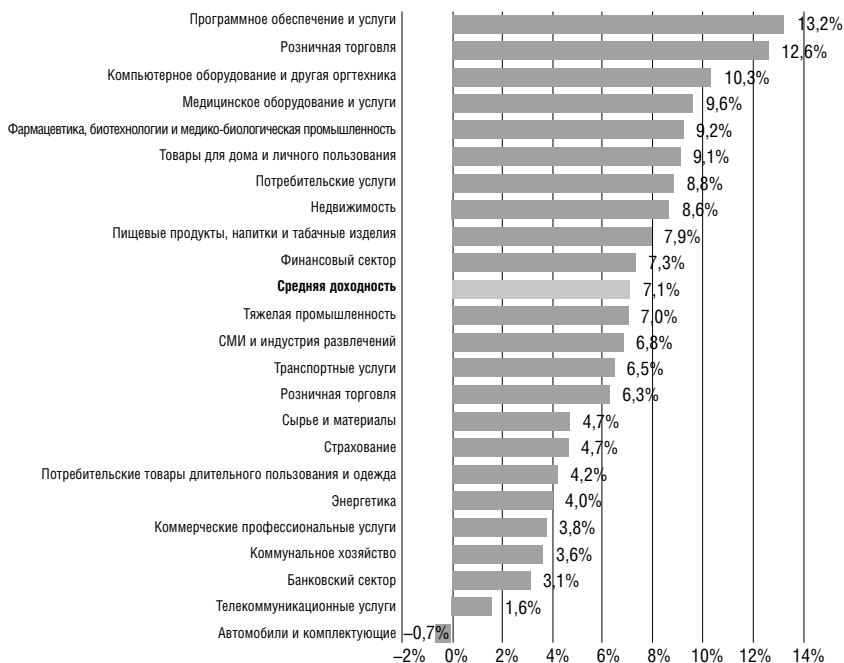


Рис. 2. Доходность отраслевых индексов рынка акций США с 1988 по 2020 год

Источник: Bloomberg.

С этой точки зрения индекс Швеции имеет структуру немного хуже, чем американский. В первой десятке самых крупных компаний только две технологические — это Ericsson и Hexagon. В США почти все они технологические, и доля технологий в индексе очень велика: приближается к 30% на октябрь 2020 года (в какой-то мере это признак перегрева на рынке