

Эта книга принадлежит

Контакты владельца

Эту книгу хорошо дополняют:

Ваши деньги должны работать

Владимир Савенок

Вышел хеджер из тумана

Бартон Биггс

Как составить личный план

и как его реализовать

Владимир Савенок

William J. Bernstein

The Intelligent Asset Allocator

How to Build Your Portfolio to Maximize
Returns and Minimize Risk

McGraw-Hill

[Почитать описание, рецензии и купить на сайте МИФа](#)

Уильям Бернстайн

Разумное распределение активов

Как построить портфель с максимальной
доходностью и минимальным риском

Перевод с английского А. Исаенкова и Т. Кублицкой

Издательство «Манн, Иванов и Фербер»
Москва, 2012

[Почитать описание, рецензии и купить на сайте МИФа](#)

УДК 336.763
ББК 65.263.12
Б51

Издано с разрешения McGraw-Hill Companies, Inc.

Научный редактор — Александр Исаенков

Бернштейн, У.

Б51 Разумное распределение активов. Как построить портфель с максимальной доходностью и минимальным риском / Уильям Бернштейн ; пер. с англ. А. Исаенкова и Т. Кублицкой. — М. : Манн, Иванов и Фербер, 2012. — 288 с.

ISBN 978-5-91657-343-5

Ключ к долгосрочному успеху на фондовом рынке лежит в последовательной теории распределения средств по категориям, главным образом между иностранными и внутренними акциями и облигациями.

Выбор подходящего момента на рынке и выбор конкретных акций или взаимных фондов практически невозможен в долгосрочной перспективе. В лучшем случае это способ отвлечь внимание.

Гораздо важнее составить правильную пропорцию ценных бумаг, чем выбрать лучшие акции или фонды, либо прогнозировать время достижения рынком пика или дна. Второе не удастся никому, а третье — почти никому.

В этой книге, выдержавшей много изданий на нескольких языках, очень подробно рассказано о том, как правильно составлять ваш портфель инвестиций.

УДК 336.763
ББК 65.263.12

Все права защищены.

Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав.

Правовую поддержку издательства обеспечивает юридическая фирма «Вегас-Лекс»

VEGAS LEX

© The McGraw-Hill Companies, Inc., 2001
© Перевод на русский язык, издание на русском языке, оформление. ООО «Манн, Иванов и Фербер», 2012

ISBN 978-5-91657-343-5

Оглавление

От партнера издания	10
От автора	13
Введение	20
Дорожная карта	21
Как читать эту книгу	22
1. Общие положения	23
Стандартное отклонение	28
2. Риск и доходность	33
Отдельные классы активов: 1926–1998 гг.	33
Все внуки должны быть богатыми	43
Классы активов в период с 1970 по 1998 г.	45
Проблема исторической доходности	50
Резюме	58
3. Поведение портфелей со множеством активов	59
Дядюшка Фред делает вам еще одно предложение	59
Моделирование поведения простых портфелей	62
Портфель, включающий более двух неидеально коррелированных активов	67
Резюме	72
4. Поведение реальных портфелей	73
Изучение поведения сложных портфелей: график соотношения доходности и риска	73
Еще один визит к дядюшке Фреду	85
Акции мелких компаний по сравнению с акциями крупных	89
Граница эффективности	92
Эксперты	97
Резюме	100

5. Оптимальное распределение активов	102
Расчет оптимального распределения	103
Другие плохие новости	112
Диверсификация за счет акций мелких иностранных компаний	116
Распределение активов: трехшаговый подход	118
Резюме	128
6. Эффективность рынка	129
От альфа-человека к первобытному человеку	133
Почему управляющие фондами работают так плохо	135
Анализ ситуации: эффект января	138
Индексация как решение проблемы	141
Отклонение выживаемости	150
Платите ли вы налоги?	151
Инвестиционные бюллетени	154
Как ладить с господином Рынком	156
Не совсем случайное блуждание	157
Что все это значит	160
Инь и Ян	161
Резюме	162
7. Всякая всячина	163
Инвестирование в стоимость	163
Инвестирование в «новую эру»	180
Новая парадигма: индекс Доу на уровне 36 000	184
Хеджирование: влияние курса валют на иностранные активы	191
Динамическое распределение активов	196
Поведенческие финансы	199
Резюме	203
8. Внедрение стратегии распределения активов	204
Выбор долей активов	204
Планирование с учетом налогов	206
Индексация: Vanguard и DFA	208
Облигации	216
«Казначейские лестницы»	218
Решаем, как распределить ваши активы	219
Выполнение плана	221

Оглавление

Должно ли быть так трудно?	230
«Фонд всего»	230
Выход на пенсию — самый большой риск	235
Кузен Гарри просит вашего совета	245
9. Инвестиционные ресурсы	248
Скромный список рекомендуемой литературы	248
Полезные сайты по распределению активов	253
Приложение А. Как стать аналитиком собственного портфеля	255
Приложение В. Коэффициенты корреляции между классами активов ..	258
Глоссарий	262

От партнера издания

Перед вами увлекательная книга американского ученого, исследователя современной портфельной теории Уильяма Бернстайна. Его работа поможет иначе взглянуть на процесс инвестирования в целом, избираемую инвестиционную стратегию, отношение к риску и диверсификации.

Эта работа Бернстайна уже издавалась в России много лет назад, и стоит отметить качественно новую редакцию издания, которое вы сейчас держите в руках.

Книга написана доступным языком, осознанно не перегружена математическими выкладками и специализированной терминологией и будет понятна и тем, кто только начинает осваивать управление своим портфелем. Просто о сложном. Книга читается легко, однако стоит неторопливо и вдумчиво изучать главу за главой.

Читатели могут заметить, что автор ориентировался в первую очередь на американскую аудиторию, и это вполне закономерно. Однако излагаемые принципы справедливы для любого инвестора независимо от того, в какие рынки он инвестирует и какие инструменты использует. Автор исследует взаимосвязь доходности и рисков, опираясь на колоссальный массив исторических данных по инструментам финансового рынка, который стал еще более доступен с распространением Интернета. Хотите знать динамику курса акций за 100 лет или золота за 500 лет? Пожалуйста. Неудобен один инструмент анализа и источник данных? Всегда можно найти более удобный. Однако не всегда информация была настолько доступна.

Отечественный рынок в новом времени только проходит становление. Еще не так устойчивы и развиты традиции, правовая база, институты, рынки, инструменты, как в США и других развитых странах. Именно поэтому важно развитие отечественной законодательной базы в области финансовых рынков; при этом нельзя не учитывать международные правовые нормы и стандарты. Одной из приоритетных задач названо развитие российского рынка коллективных инвестиций. Нам только предстоит открыть для себя то, что уже давно и успешно существует в мире. И к этому мы подойдем уже с определенной подготовкой, чему и призвана помочь данная книга.

Итак, перед тем как тронуться в путь навстречу финансовому благополучию, в первую очередь определите для себя приемлемые риски, а дальше прислушивайтесь к рекомендациям автора. Вы узнаете, как научиться правильно распоряжаться активами и управлять рисками, есть ли необходимость в диверсификации рисков. Как можно достичь минимального риска и суметь получать высокую доходность.

Вы поймете, какой формат инвестирования вам больше всего подходит. Достаточно ли вам иметь простой портфель с небольшой, но гарантированной доходностью, либо вы хотите иметь более диверсифицированный, более доходный портфель (с тем или иным сочетанием тех или иных активов) и нести соответствующие риски.

В каких долях, в какие активы следует вкладывать, учитывая многообразие их классов и форм? Акции, долговые обязательства различной срочности и доходности, индексы, огромное разнообразие форм коллективных инвестиций, производные инструменты; классификации с учетом регионального, отраслевого разделения, крупности компаний, видов активов с точки зрения налогообложения и др. Доходность и риски разнообразных видов активов.

Обязательно ли закрывать убыточные позиции, как, когда и нужно ли реструктурировать портфель? Можно ли, полагаясь на прошлую доходность вложений, ожидать аналогичной или более высокой доходности в будущем? Случайны ли высокие доходы и убытки, как их предугадать?

Стоит ли инвестировать в активы в период устойчивого роста их стоимости, разумно ли вкладывать в популярные бумаги или лучше обратить внимание на менее заметные и на первый взгляд не столь интересные активы; насколько оправданна и применима такая стратегия? Какими инструментами анализа рынка пользуются профессионалы? Какова эффективность портфельных управляющих, способны ли они обеспечить долгосрочную доходность вложений и как к ней приблизиться?

Считаете, что много вопросов? Все они, а также многие другие рассмотрены в этой книге Уильяма Бернштейна. В определенной степени книга провокационна. Возможно, она повлияет на ваше представление об инвестировании и управлении активами и поможет его пересмотреть.

Эта книга ориентирована не только на специалистов и частных лиц, имеющих за плечами значительный опыт инвестирования. Книга несомненно окажется полезной и инвесторам, уже имеющим некоторые познания в инвестировании, портфельном управлении, статистике, финансовых расчетах, а также начинающим инвесторам — поможет им в начале сложного и увлекательного пути.

*Александр Исаенков,
заместитель генерального директора NETTRADER.ru*

От автора

31 июля 1993 г. в газете *The Wall Street Journal* я наткнулся на статью, в которой рассматривалась эффективность различных моделей распределения активов за период с 1973 по 1992 г. Статья написана на основе исследования, проведенного группой взаимных фондов T. Rowe Price. Использовалась очень простая методика: вымышленные портфели формировались на основе различного сочетания акций крупных и мелких компаний США*, иностранных компаний, а также казначейских обязательств США и производился расчет доходности и рисков. В статье указывалось, что за изученный двадцатилетний период эффективность различных фиксированных сочетаний указанных активов превысила эффективность отдельных их компонентов (а также эффективность большинства профессиональных финансовых управляющих) при значительно более низких рисках. Я был заинтригован. Группа T. Rowe Price любезно предоставила мне данные, положенные в основу расчетов для анализа. Результаты оказались поразительными: почти любое разумно сбалансированное сочетание четырех указанных классов активов давало результаты, превосходящие те, которые были получены большинством управляющих за тот же период.

* Здесь и далее компании малой, средней и высокой капитализации будут именоваться соответственно мелкими, средними и крупными компаниями. На практике эти варианты взаимозаменяемы, однако в официальных материалах принято использовать первый вариант написания. Также используются иные варианты наименования («голубые фишки», компании «второго эшелона» и т. п.) в книге для удобства восприятия информации, в том числе в названиях взаимных фондов и фондовых индексов, будет использоваться второй вариант. *Прим. ред.*

Например, «портфель простака», включающий в себя по четверти акций крупных американских компаний США, мелких американских компаний, иностранных компаний и казначейских обязательств США высокой надежности, позволял получить более высокую доходность при существенно меньшем уровне риска, чем сами по себе акции крупных компаний США (представленные в индексе S&P 500). Индекс S&P 500, в свою очередь, продемонстрировал более высокую эффективность, чем 75% управляющих за тот же период.

Полученные результаты меня зачаровали. Вот где крылся простой инструмент для установления эффективности распределения активов в историческом аспекте: можно собрать ретроспективные данные об эффективности различных классов активов и проверить их доходность и риски. К своему разочарованию, я не смог найти готового программного обеспечения, которое позволяло бы это проделать. Пришлось создавать собственные электронные таблицы. Я начал покупать, запрашивать и заимствовать данные по разнообразным активам и создавать модели портфелей, восходящие к 1926 г.

Расчеты, выполненные группой T. Rowe Price и мной, содержали важное предположение о том, что периодически происходило «восстановление баланса» портфелей. Оно становится необходимым, поскольку некоторые активы в портфеле демонстрируют более высокую эффективность, чем другие, и это приводит к изменению первоначального состава портфеля. Чтобы вернуть баланс портфеля к его первоначальному виду, некоторые из наиболее эффективных активов нужно продать, а на вырученные деньги купить дополнительное количество активов с более низкой эффективностью.

Большинству опытных инвесторов известно, что ключ к долгосрочному успеху лежит в последовательной теории распределения средств по широким категориям активов, главным образом между иностранными и внутренними (американскими) акциями и облигациями. Они также понимают, что выбор подходящего момента на рынке и выбор акций или

взаимных фондов практически невозможен в долгосрочной перспективе. В лучшем случае это способ отвлечь внимание. Иными словами, гораздо важнее составить правильную пропорцию ценных бумаг, чем выбрать «лучшие» акции или взаимные фонды, либо прогнозировать время достижения рынком пика или дна (как мы увидим далее, второе не удается никому, а третье — почти никому).

Если вам трудно в это поверить, задумайтесь вот над чем: в 1987 г. (не очень удачном для фондового рынка США) акции крупных американских компаний (представленные индексом S&P 500) прибавили лишь 5,23%, а акции мелких компаний потеряли 9,3%. Акции иностранных компаний, напротив, поднялись в цене на 24,93%. Самый неопытный управляющий иностранного фонда в том году превзошел бы по результативности самого умелого специалиста по акциям мелких компаний. В 1992 г. случилось бы обратное, поскольку акции мелких компаний США поднялись в цене на 23,35%, а акции иностранных компаний упали на 11,85%. Наконец, в период с 1995 по 1998 г. беспрецедентная доходность получена по «акциям роста» крупнейших американских компаний, но почти все другие классы ценных бумаг принесли своим владельцам убытки.

Вас и это не убедило? В конце 1980-х гг. Гэри Бринсон, известный управляющий активами, вместе с коллегами опубликовал два сложных статистических исследования по 82 крупнейшим пенсионным фондам. В этих работах сделан вывод о том, что распределение активов на 90% отвечает за изменчивость доходности фондов, а влияние таких факторов, как выбор подходящего момента на рынке, а также выбор конкретных акций или облигаций, составляло менее 10%. Иными словами, стратегия распределения активов была в 9 раз важнее, чем выбор акций и подходящего момента на рынке вместе взятые. В последние годы многие обозреватели высказывались аналогично, что величина в 90% слишком высока; возможно, распределение активов отвечает только за 50% изменчивости доходности. Эти аргументы полностью упускают самое главное. Выбор подходящего момента на рынке и выбор ценных

бумаг важны — это очевидно. Единственная проблема в том, что никто не добивается долгосрочного успеха в первом и почти никто — во втором аспекте. Таким образом, распределение активов является единственным фактором воздействия на ваши инвестиции, на который вы действительно можете повлиять.

Именно поэтому поражает, что так много усилий и ресурсов тратится на прогнозы и рекомендации аналитиков: что́ они думают о направлении движения цен на акции или облигации и какие конкретно акции или взаимные фонды, по их мнению, заслуживают внимания. По сути, когда г-н Бринсон появился в программе Лу Рьюкейсера «Неделя Уолл-стрит», почти все комментарии он направил на выбор подходящего момента на рынке, и почти ни слова не было сказано о стратегии распределения активов. Человеческой природе свойственна тяга к азартным играм, и мало кто может удержаться от спекуляции на событиях, которые невозможно предвидеть.

Итак, как добиться такого распределения активов, которое обеспечит вам максимальную доходность при минимальном риске? Никак. Но не стоит печалиться, потому что этого не может никто. Этого не может сделать даже г-н Бринсон, который до своей отставки (в 2000 г.) имел в управлении больше активов, чем любой другой человек на планете. Конечно, вы можете взглянуть на исторические данные и изучить методы, которые оказались крайне успешными в прошлом, но не стоит путать их с теми, которые станут работать в будущем. Позже мы рассмотрим исторические данные и попытаемся извлечь из них пользу для своего портфеля, но таких полезных уроков немного. Во-первых, акции по определению более рискованны, чем наличные деньги. Во-вторых, они, вероятно, принесут более высокую доходность, чем наличность, но не настолько высокую, как в прошлом, особенно в недавнем прошлом. В-третьих, диверсификация портфеля уменьшает риск. И, наконец, индексировать свои инвестиции необходимо, как только представляется возможность.

Если после всего вышесказанного вы потеряли интерес к этой книге и просто хотите получить рецепт создания прочного портфеля, воспользуйтесь моим советом: сформируйте вышеупомянутый «портфель простака», состоящий из индексных фондов, — по четверти из фондов акций крупных и мелких компаний США, иностранных акций и краткосрочных облигаций США. Индексные фонды превратились в товар почти так же, как компьютерные чипы и бензин, и доступны через большинство крупнейших фондов и фондовых «супермаркетов». Я очень рекомендую фонды группы компаний Vanguard. В конце каждого года восстанавливайте баланс своих счетов, так чтобы все четыре части опять были равных размеров. Вот и все. Открытие счета, равно как и ежегодное восстановление баланса, займет около 15 минут. На все остальное время в течение года вы можете забыть об инвестировании. Если следующие 20 лет окажутся хоть в чем-то похожими на предыдущие два десятилетия, то вы превысите эффективность портфелей 75% всех профессиональных управляющих.

В 1996 г. я разместил первое издание этой книги в Интернете и начал регулярно писать материалы для своего сайта Efficient Frontier (<http://www.efficientfrontier.com>). Реакция превзошла самые смелые ожидания. Потребность частных инвесторов в информации о распределении активов и теории портфелей доставляла радость, однако отклик, который я получил от профессиональных управляющих, был совершенно неожиданным. Да, заявили они, мы все знаем, насколько важным является распределение активов, но его основные элементы — «дорожная карта», если угодно, — не очевидны. Возможности Интернета позволили мне вступить в контакт с десятками людей как известных на рынке, так и неизвестных, которые разделяют мое увлечение теорией портфелей. Последовало еще два электронных издания книги. Основой для настоящего печатного издания послужили дополненные электронные издания книги, разные фрагменты сайта и многочисленные дискуссии об инвестировании и теории портфелей.

Читатели заметят несколько изменений по сравнению с предыдущими изданиями. Прежде всего, больше значения стало придаваться индексации. Я пришел к выводу, что активное управление портфелями — игра для любителей. Хотя в некоторых областях, таких как акции мелких компаний, REITs (инвестиционные трасты недвижимости) и акции иностранных компаний, создается впечатление, что активные управляющие добиваются хороших результатов, такое превышение средних показателей эффективности иллюзорно. Я исключил большинство разделов, описывающих расчет различных статистических данных по портфелю вручную — электронные таблицы и финансовые калькуляторы вытеснили ручные методы расчетов. Полагаю, что умение производить расчеты вручную способствует лучшему пониманию статистических концепций, таких как стандартное отклонение, но, чтобы научиться это делать, придется изучить множество книг. Также я использовал новый алгоритм для расчета доходности портфеля с восстановленным балансом и отказался от оптимизации электронных таблиц, которая присутствовала в предыдущих изданиях.

В течение последних лет инвестиционная сфера вышла на рынок электронной коммерции и сделала доступными для инвесторов огромное число инструментов. К сожалению, большинство из них представляет собой петлю, на которой многие инвесторы могут только повеситься, — фондовые супермаркеты, интернет-трейдинг и тонны «исследований» по ценным бумагам. Но благоразумному инвестору они предвещают большие выгоды.

Интернет-бум породил множество полезных сервисов и сделал опыт самых ярких представителей сферы современных финансов доступным любому, кто имеет компьютер и доступ в Интернет. Еще более важные последствия имело распространение недорогих средств индексного инвестирования. Теперь даже самые мелкие инвесторы могут создавать портфели так же эффективно и почти с такими же низкими издержками, как и крупнейшие игроки.

Особая благодарность — Джонатану Клементсу, Роберту Баркеру, Фрэнку Армстронгу, Джону Рекенталеру, Дэвиду Уилкинсону, Стиву Данну, Скотту Бернсу и всем остальным, кто помогал мне советами и оказывал моральную поддержку в течение последних нескольких лет. Я очень благодарен Сьюзан Шэрин, чье уникальное сочетание умения управлять активами и финансовых знаний оказалось бесценным. Наконец, огромное спасибо моей жене Джейн, без чьей поддержки и помощи в редактировании не было бы этой книги.

Уильям Бернстайн

Введение

Представьте, что вы внезапно оказались в стране, в которой никогда раньше не бывали. Пытаясь найти дорогу домой, вы узнаете, что поблизости припаркован новый, хорошо оснащенный, удобный и надежный автомобиль. Вам вручают ключи и говорят, что нужно проехать несколько сот миль до аэропорта, где вас ожидает самолет до дома.

Что вы сделаете? Направитесь ли вы к машине без дальнейших вопросов и умчитесь вдаль, надеясь наудачу отыскать путь к месту назначения? Вы колеблетесь. От местных жителей не ускользает то, что вы простак, который заполучил дорогой автомобиль. Вас окружают сомнительные личности, которые пытаются навязать вам свою «экспертную» поддержку. Доверитесь ли вы кому-нибудь из них?

Надеемся, что вы не сделаете ни того ни другого, а вместо этого найдете ближайший книжный магазин, купите подробную дорожную карту и проложите оптимальный маршрут до аэропорта. И только после этого отправитесь в путь.

Большинство инвесторов оказываются в очень похожей ситуации. Некоторые выбирают первый сценарий и начинают инвестиционную карьеру с решительных действий (обычно вложив значительную часть своего капитала в очень рискованный сектор рынка, находящийся на пике подъема или приближающийся к нему). Они редко имеют четкое представление о том, куда направляются и как туда попасть. Гораздо большее число людей, обнаружив, что заблудились, полагаются на доброту и опыт незнакомцев (различных «менеджеров счета» или «финансовых консультантов»). Слишком часто интересы таких «экспертов» резко отличаются от интересов их клиентов.

Самостоятельное обучение успешному инвестированию во многом напоминает поездку из одного города в другой способом, который выбрал для себя наш воображаемый путешественник. Дорожная карта проста, мы кратко опишем ее ниже. Маршрут проходит через определенные ориентиры, о каждом из которых рассказано в отдельной главе. Временами путешествие будет медленным и осторожным, без возможности срезать путь. Эту книгу не рекомендуется читать быстро; ее нужно читать вдумчиво и методично, не больше одной главы за один раз.

Дорожная карта

1. Сделайте глубокий вдох и ничего не предпринимайте несколько недель или месяцев в зависимости от того, сколько времени у вас уйдет на прохождение этих шагов. Нет никакой срочности немедленно и радикально менять систему своих финансов. У вас есть вся жизнь, чтобы привести дела в порядок; время на обучение и планирование будет потрачено с пользой.
2. Развивайте в себе понимание природы риска и вознаграждения и фундаментальной связи между ними на финансовых рынках.
3. Изучите особенности риска/вознаграждения для различных видов инвестиций.
4. Поймите, что поведение диверсифицированных портфелей ценных бумаг резко отличается от поведения составляющих их отдельных активов — почти так же, как торты, изготовленные по одному рецепту, могут иметь разный вкус в зависимости от сорта специальных жировых добавок, муки, масла и сахара. Эта особенность называется теорией портфелей и имеет первостепенное значение для вашего будущего успеха.
5. Оцените степень допустимого для вас риска; затем научитесь использовать теорию портфелей для формирования портфеля ценных

бумаг, который принесет вам наибольшую доходность при заданном уровне риска.

- б. Наконец, вы готовы к покупке отдельных акций, облигаций и взаимных фондов. Если вы успешно выполните все вышеуказанные шаги, то этот шаг, безусловно, окажется самым легким.

Этой дорогой книга «Разумное распределение активов» шаг за шагом приведет вас к последовательной и эффективной инвестиционной стратегии, которую вы будете использовать всю жизнь.

Можно ли успешно инвестировать, не имея четкого понимания риска и вознаграждения на рынках капитала и теории портфелей? Конечно. И многим это удавалось. Можно также научиться плавать или управлять самолетом без обучения. Но я это не рекомендую.

Как читать эту книгу

Это не роман Джона Гришэма — материал, который предстоит усвоить, требует определенных усилий. Каждая глава ложится в основу следующей, поэтому книгу нужно читать последовательно, страницу за страницей, не перескакивая с главы на главу. В идеале эту книгу следовало бы взять с собой в отпуск и первым делом читать ее по утрам на свежую голову, почитав около часа, отложить и не возвращаться к ней до следующего дня.

Математические выкладки могут оказаться полезны, но не обязательны для изучения. Некоторые ключевые математические понятия и методы подробно описаны в отдельных «математических» разделах. Их можно пропустить, если у вас мало времени или вам не интересна математика.

Наиболее важна глава 9 «Инвестиционные ресурсы». Инвестирование — это путешествие длиной в жизнь, в котором все время приходится учиться, и я очень надеюсь, что книга пробудит в вас, уважаемые читатели, потребность к дальнейшему изучению этого предмета.



[Почитать описание, рецензии
и купить на сайте](#)

Лучшие цитаты из книг, бесплатные главы и новинки:

