

## ГЛАВА 3

---

# ЭКСКУРСИЯ ПО ВЗАИМНЫМ ФОНДАМ

Предполагалось, что взаимные фонды упростят жизнь инвестору: ему не нужно будет больше тревожиться о выборе. Оказалось, что беспокоиться все же есть о чем: теперь нужно выбирать фонд. Согласно последним данным, их насчитывается 3565, из них: 1266 фондов прямых инвестиций, 1457 инвестиционных и доходных фондов, 566 налогооблагаемых фондов денежных рынков, 276 фондов, инвестирующих в краткосрочные муниципальные облигации. Для сравнения: в 1976 году существовало всего 452 фонда (278 из них — фонды прямых инвестиций).

Создание фондов стало своего рода национальной забавой: существуют национальные и региональные фонды, фонды хеджирования и секторные фонды; фонды, вкладывающие в перспективные, но недооцененные компании, и фонды, вкладывающие в акции растущих компаний; простые и гибридные фонды, противоположные фонды, индексированные фонды и даже фонды фондов. Возможно, вскоре появится фонд диктаторских режимов, фонд стран без гласных звуков, фонд фонда фондов. Знаете, как звучит новейшая установка для всех фирм с Уолл-стрит на случай экстренной ситуации? — В случае внезапного падения доходов организуйте еще один фонд.

Недавно мы достигли важной вехи в истории формирования фондов: в настоящее время их число уже превышает количество акций, торгуемых на Нью-Йоркской и Американской биржах вместе взятых. Этот факт становится еще более впечатляющим, если принять во внимание, что 328 из этих акций в действительности принадлежат самим фондам (смотрите обсуждение фондов на стр. 72). Итак, с чего нам начать, чтобы разобраться в этой мешанине?

## ФОРМИРОВАНИЕ ПОРТФЕЛЯ ЦЕННЫХ БУМАГ

Именно этот вопрос задала нам группа кем-то недоумленных инвесторов в Новой Англии 2 года назад. Нас пригласили помочь некоммерческой организации, о которой я ранее упоминал (и которая останется безымянной в моем рассказе), реструктурировать ее портфель. Как и большинство некоммерческих организаций, она постоянно нуждалась в средствах. Долгие годы ее капиталовложениями управлял единственный менеджер, который, как и большинство инвесторов, вкладывал средства в облигации и акции.

Вопросы, с которыми мы столкнулись, помогая этой организации с перераспределением ее денег, аналогичны тем, которые встают перед обычным человеком при решении данной проблемы. Во-первых, нам нужно было понять, следует ли менять соотношение облигаций и акций в портфеле. Это было интересной задачей, так как именно первоначальное решение, определяющее отношение роста к доходности, является самым важным для благосостояния любого домохозяйства, которое намеревается инвестировать средства.

В моем семейном портфеле активов мне пришлось отдать несколько большее предпочтение облигациям, поскольку доходом от инвестирования я теперь компенсирую отсутствие зарплаты. Но я по-прежнему очень заинтересован в акциях. Большинство людей ошибаются в оценке доходов по акциям и занижают их рост. Это более очевидно сегодня, чем в 1980 году, когда 69% денежных средств взаимных фондов были вложены в акции. К 1990 году лишь 39% активов взаимных фондов инвестировались в акции. За последнее время эта цифра еще более снизилась — приблизительно до 25%. Соответственно, теперь около 75% вложений взаимных фондов — это облигации и инструменты денежного рынка.

Растущая популярность облигаций выгодна правительству, которое заинтересовано в продаже огромного количества облигаций для финансирования государственного долга, но она не так благоприятна для будущего благосостояния держателей облигаций. Им лучше инвестировать в акции, потому что (надеюсь, я убедил вас в этом во Введении) акции — более щедрые компаньоны, чем облигации: на протяжении 70 лет акции приносили своим владельцам в среднем 10,3% ежегодно, а облигации — только 4,8%.

Причину преимущества акций над облигациями несложно понять. По мере того как компании растут и становятся более доходными, растут и доходы держателей их акций: увеличиваются дивиденды. Дивиденд — столь важное свидетельство успеха акции, что вы едва ли ошибетесь, составив портфель из акций, дивиденды по которым росли в течение 10–20 лет подряд.

Справочник *Handbook of Dividend Achievers*, издаваемый агентством Moody's с 1991 года (одна из моих любимых книг для чтения на сон грядущий), публикует списки компаний, из которых можно узнать, что, например, 134 компании имеют двенадцатилетнюю историю повышения дивидендов, а 362 — десятилетнюю. Вот простой способ преуспеть в инвестировании: покупайте акции фирм, перечисленных в вышеупомянутом справочнике, и держите их до тех пор, пока они остаются в этом списке. Взаимный фонд, управляемый компанией Putnam, — Putnam Dividend Growth — придерживается именно такой стратегии — наблюдение за дивидендами.

В то время как для компаний обычным делом является поощрение держателей акций более высокими дивидендами, ни одна фирма в истории финансов со времен Медичи не поощряла держателей своих облигаций увеличением процентной ставки. Держателей облигаций не приглашают на годовые собрания посмотреть отчетные слайд-шоу, отведать закусок и получить ответы на имеющиеся вопросы, и они не получают премий, когда эмитенты их облигаций успешно завершают финансовый год. Самое большее, на что может рассчитывать держатель облигации, — это возврат основного капитала, когда он «съеден» инфляцией.

Одна из причин популярности облигаций в том, что большей частью денежных средств в нашей стране владеют пожилые люди, которые, как правило, стремятся жить на проценты. В то же время предполагается, что молодежь, которая в состоянии зарабатывать деньги, формирует свой инвестиционный портфель только из акций, чтобы увеличивать свои вложения до тех пор, пока не состарится и не будет вынуждена также жить на проценты. Но эта общая установка: акции — молодым, облигации — старым — становится неактуальной. Люди теперь не желают покорно угасать, как раньше.

Сегодня здоровый шестидесятидвухлетний человек хочет дожить до восьмидесяти двух — еще 20 лет расходов, еще 20 лет инфляции, постепенно снижающей покупательную способность его средств. Пожилые граждане, которые предполагали вести безбедную жизнь на проценты по облигациям и банковским депозитам, получают в итоге совсем не то, на что они рассчитывали. Чтобы успешно оплачивать счета и сохранить уровень жизни на протяжении еще 20 лет, им необходимо увеличить рост своего портфеля. Из-за низких процентных ставок даже люди с огромными активами в портфеле испытывают трудности, живя лишь на проценты. В такой ситуации пожилые люди со всех концов страны спрашивают: «Как выжить, получая доход в 3,5% по депозитам?»

Представьте, что случится с пожилой парой, чей капитал в 500 тыс. долл. инвестирован в краткосрочные облигации или депозитные сертификаты. Если процентные ставки по ним пойдут вниз, это неизбежно приведет к значительному уменьшению дохода семьи. Конечно, если процентные

ставки увеличатся, увеличится и доход этой пары, но и уровень инфляции, соответственно, тоже вырастет. Если они вложат все 500 тыс. в долгосрочные облигации, приносящие 7% в год, их годовой доход составит 35 тыс. долл. Но при уровне инфляции в 5% покупательная способность этих 35 тыс. уменьшится наполовину через 10 лет и на две трети — через 15 лет.

Так что в определенный момент своей пенсионной жизни эта средне-статистическая пара будет вынуждена отложить какие-то из запланированных ими поездок. Или им придется потратить часть основного капитала, что сократит их будущие доходы и сумму наследства, которое они планировали оставить своим детям. Таким образом, невозможно поддерживать хороший уровень жизни без акций в портфеле домохозяйства (богатые семьи мы исключили из рассмотрения).

Очевидно, что объем инвестиций в акции зависит от того, сколько денег вы можете позволить себе вложить в акции и как быстро вы собираетесь потратить эти деньги. Принимая это во внимание, советую увеличить количество акций в вашем портфеле до максимально приемлемого.

Этот же совет я дал учредителям вышеупомянутой организации. До того как они решили перераспределить активы портфеля, соотношение акций и облигаций было 50/50. В то время часть портфеля, инвестированная в облигации на пять и шесть лет, давала 9% дохода, а акции — 3%. Соответственно, этот смешанный портфель активов обеспечивал 6% дохода в год.

Обычно облигации выкупаются по истечении определенного срока, так что у этой части портфеля нет потенциала роста. С другой стороны, от акций можно ожидать увеличения биржевой стоимости на 8% в год, не считая дивидендов (практика показывает, что акции дают прирост приблизительно в 11%, из которых 3% — дивиденды, а 8% — увеличение стоимости самой акции, хотя, конечно, основной причиной роста цен на акции является выплата компаниями высоких дивидендов, что, в свою очередь, делает акции более дорогостоящими).

Уровень доходности смешанного портфеля с 50% средств в акциях, которые дают прирост в 8%, и 50% — в облигациях, которые, по большому счету, ничего не приносят, составляет 4% — едва достаточно, чтобы поспевать за инфляцией.

Что случится, если мы изменим соотношение? При увеличении количества акций по сравнению с облигациями организация потеряет часть текущих доходов в первые несколько лет. Но эта краткосрочная жертва будет более чем компенсирована в долгосрочной перспективе увеличением стоимости акций и, кроме того, повышением дивидендов по этим акциям.

Ожидаемые приобретения в росте и потери в доходах в результате изменения соотношения облигаций и акций в любом портфеле отражены в табл. 3-1. Эти цифры по моей просьбе привел Боб Беквитт, добившийся отличных результатов в фонде Fidelity Asset Manager Fund, которым он управляет.

Таблица 3-1. Относительные преимущества акций по сравнению с облигациями (долл.)

	Стоимость облигаций на конец года	Доход по облигациям	Стоимость акций на конец года	Доход по акциям	Общий доход	Сумма, на которую будет начисляться процент/конец года
<b>Случай А:</b>						
100% облигаций	10 000	700			700	10 000
	10 000	700			700	10 000
	10 000	700			700	10 000
	10 000	700			700	10 000
Итого: 20 лет	10 000	14 000			14 000	10 000
<b>Случай В:</b>						
50% акций, 50% облигаций	5 000	350	5 400	150	500	10 400
	5 200	364	5 616	162	562	10 816
	7 117	498	7 686	300	798	14 803
	10 534	737	11 377	647	1 384	21 911
Итого: 20 лет	10 534	10 422	11 377	6 864	17 286	21 911
<b>Случай С:</b>						
100% акций			10 800	300	300	10 800
			11 664	324	324	11 664
			21 589	600	600	21 589
			46 610	1 295	1 295	46 610
Итого: 20 лет			46 610	13 729	13 729	46 610

\* Для того чтобы сохранить соотношение 50/50, портфель ценных бумаг должен периодически «перебалансироваться», то есть необходимо вкладывать денежные средства от прибыли по акциям в облигационную составляющую активов.

Беквитт — один из наших постоянных специалистов по биржевому анализу. Биржевой аналитик — это человек, который мыслит категориями, выходящими далеко за пределы обычного линейного мышления, и говорит на языке, понятном только такому же аналитику. Беквитт же уникален тем, что способен общаться не только на профессиональном жаргоне, но и на нормальном человеческом языке.

Во всех трех проанализированных случаях инвестируются 10 тыс. долл. Предположим, что процентная ставка по облигациям составляет 7%, а акции приносят 3% текущих дивидендов и стандартно возрастают в стоимости на 8% в год.

В «Случае А» все 10 тыс. долл. вложены в облигации. Через 20 лет владелец этих денег получит 14 тыс. долл. дохода в виде процентов и затем вернет свои исходные 10 тыс. долл.

В «Случае В» 10 тыс. долл. вложены в акции и облигации в соотношении 50/50. По прошествии 20 лет инвестор получит 10 422 долл. по процентам от облигаций, плюс 6 864 долл. — доход от акций в виде дивидендов. Конечная стоимость портфеля, таким образом, составит 21 911 долл.

В «Случае С» все 10 тыс. долл. вложены в акции. Через 20 лет инвестор получит доход в 13 729 долл., а стоимость портфеля составит 46 610 долл.

Так как дивиденды продолжают расти, в конечном итоге портфель акций принесет больший доход, чем фиксированные поступления от портфеля облигаций. Вот почему через 20 лет в «Случае В» вы получаете доходов на 3 286 долл. больше, чем в «Случае А», а в «Случае С» (т.е. вкладывая все деньги в акции) теряете всего лишь 271 долл. доходов, получая, между тем, все преимущества от общего увеличения стоимости.

Если продолжить этот анализ, станет ясно, что, теоретически, нет смысла вкладывать все деньги в облигации, даже если вы очень нуждаетесь в доходах. Это категорическое заключение — результат еще одной подборки, которую сделал по моей просьбе Беквитт. Итог показан в табл. 3-2.

Скажем, вы хотите инвестировать 100 тыс. долл. и определили, что для поддержания уровня жизни вам необходимо иметь 7 тыс. долл. дохода. Обычно людям, которым нужен доход, советуют купить облигации. Но вместо этого вы отклоняетесь в неожиданном направлении и покупаете на все 100 тыс. долл. портфель акций, которые приносят комбинированный 3%-й дивиденд.

В течение первого года 3%-й дивиденд по вашим акциям составит 3000 долл. Для жизни этого недостаточно. Как компенсировать эту

Таблица 3-2. Стратегия 100%-го вложения в акции (долл.)\*

Начните с 3%-го дивиденда по акциям; предполагайте рост цен дивидендов и цен на акции; расходуйте минимум \$7000 ежегодно.

Год	Стоимость акций на начало года	Дивиденд	Стоимость акций на конец года	Расходы	Конец года
1	100 000	3 000	108 000	7 000	104 000
2	104 000	3 120	112 320	7 000	108 440
3	108 440	3 250	117 200	7 000	113 370
4	113 370	3 400	122 440	7 000	118 840
5	118 840	3 570	128 350	7 000	124 910
6	124 910	3 750	134 900	7 000	131 650
7	131 650	3 950	142 180	7 000	139 130
8	139 130	4 170	150 260	7 000	147 440
9	147 440	4 420	159 230	7 000	156 660
10	156 660	4 700	169 190	7 000	166 890
Итого (1-10)		37 330		70 000	166 890
11	166 890	5 010	180 240	7 000	178 250
12	178 250	5 350	192 510	7 000	190 850
13	190 850	5 730	206 120	7 000	204 850
14	204 850	6 150	221 230	7 000	220 380
15	220 380	6 610	238 010	7 000	237 620
16	237 620	7 130	256 630	7 130	256 630
17	256 630	7 700	277 160	7 700	277 160
18	277 160	8 310	299 330	8 310	299 330
19	299 330	8 980	323 280	8 980	323 280
20	323 280	9 700	349 140	9 700	349 140
Итого (11-20)		70 660		76 820	349 140
Итого (1-20)		107 990		146 820	349 140

\* Все денежные суммы округлены до десятков долларов.

недостачу? Продайте акций на 4000 долл. Если цены ваших акций увеличились на стандартные 8%, то в конце года цена портфеля составит 108 тыс. долл. С учетом изъятия 4000 из капитала эта цифра составит 104 тыс. долл.

На второй год доход вашего портфеля по дивидендам увеличится до 3120 долл., так что вам придется продать акций всего на 3880 долл. Каждый последующий год изъятия из капитала будут все меньше, а дивиденды будут расти, и через 15 лет ваш портфель будет приносить уже более 7000 долл. только в виде дивидендов. Итак, теперь вы сможете поддерживать свой уровень жизни, не продавая ни одной акции.

По истечении 20 лет ваши исходные 100 тыс. долл. вырастут до 349 140 и вы станете почти в 4 раза богаче. К тому же стоит учесть и потраченные вами за это время доходы в размере 146 820 долл.

Раз и навсегда мы отправили на покой последний оставшийся аргумент в пользу облигаций: будучи держателем облигаций, вы не можете позволить себе потратить доходы. Но, с другой стороны, следует учитывать фактор риска. Цены на акции не увеличиваются регулярно на 8% в год. По итогам некоторых лет они могут даже уменьшаться. Человек, выбравший акции вместо облигаций, должен не только смириться с периодическими падениями курса акций, но и быть готовым продать акции, иногда по очень низкой цене, тратя капитал наряду с дивидендами.

Это особенно сложно на ранних стадиях, когда переключение на акции может привести к внезапному падению стоимости вашего портфеля ниже той суммы, которую вы за него заплатили. Многие продолжают испытывать страх, что в момент, когда они свяжутся с акциями, какая-нибудь «акула» поглотит их капитал, который они не могут позволить себе потерять. И этот страх заставляет вас покупать облигации даже после того, как вы изучили табл. 3-1 и 3-2 и убедились, что с точки зрения долгосрочной перспективы разумнее вложить 100% денег в акции.

Давайте тогда предположим, что на следующий день, после того как вы купили акции, в результате движения рыночных цен ваш портфель потерял 25% стоимости в одночасье. Вы проклинаете себя за растрату семейного капитала, но если вы не станете ничего продавать, то все равно окажетесь в лучшей ситуации, чем если бы вы купили облигации. Согласно расчетам Беквитта, через 20 лет ваш портфель будет стоить 185 350 долл., то есть почти в два раза превысит стоимость облигаций, равную 100 тыс. долл.

Или давайте представим еще более худшую ситуацию: глубокий экономический спад, продолжающийся 20 лет, когда вместо увеличения дивидендов и цен акций на обычном уровне в 8% повышение составляет лишь 4%. Это было бы самым затяжным кризисом в истории современных финансов, но если вы будете держать портфель, состоящий только из акций, изымая 7000 долл. в год, в итоге у вас останется 100 тыс. долл., что равнозначно владению облигациями на эту сумму.

Жаль, что у меня не было расчетов Беквитта, когда я делал доклад для вышеупомянутой некоммерческой организации, так как я бы попытался уговорить их вообще не покупать облигации. По крайней мере, мы решили увеличить долю инвестиций в акции, что является шагом в верном направлении.

## ОБЛИГАЦИИ ПРОТИВ ФОНДОВ ОБЛИГАЦИЙ

Следующим шагом после принятия решения о соотношении активов будет определение способа инвестирования облигационной составляющей. Я не поклонник облигаций, поэтому буду краток. То, что я бы предпочел акции, вам уже известно, но я отложу личные пристрастия, чтобы сказать пару слов об облигациях как надежном объекте вложения денег, хотя, на самом деле, они не так уж и надежны.

Владельцы облигаций, спокойно спящие ночью, потому что у них нет акций, могут жестоко поплатиться за беззаботность. Тридцатилетняя казначейская облигация, приносящая 8% дохода, надежна, только если все 30 лет уровень инфляции будет низким. Если инфляция вырастет до двузначного числа, цена 8%-й облигации упадет на 20–30%, если не больше. В этом случае, продав облигацию, вы потеряете деньги. Если вы будете держать облигацию 30 лет, то гарантированно получите назад свои деньги, но этот капитал частично утратит свою стоимость. В отличие от вина и бейсбольных карточек деньги со временем дешевеют. Например, покупательная способность доллара в 1992 году была на  $\frac{2}{3}$  ниже покупательной способности доллара в 1962 году. (Заметьте, что в настоящее время сильно недооцененные фонды денежного рынка не настолько перспективны, как их представляют. В случае инфляции в 2,5% у вас, по крайней мере, имеется 1% преимущества при 3,5% дохода, которые дают денежные рынки. Если процентные ставки растут, будут расти и доходы денежного рынка. Я не хочу сказать, что на доход в 3,5% можно жить, но, по меньшей мере, на денежном рынке вы не рискуете потерять капитал. Фонды денежного рынка с низкой комиссией, предлагаемые на сегодняшний день несколькими инвестиционными компаниями, сделали этот продукт более привлекательным. А так как вероятность того, что низкие процентные ставки будут низкими всегда, мала, этот способ инвестирования гораздо надежнее, чем долгосрочные облигации.)

Еще одно заблуждение по поводу облигаций состоит в том, что их надежнее покупать через фонд. Без сомнения, это так, если речь идет о корпоративных или о бросовых облигациях, так как фонд может ограничить риск дефолта путем диверсификации вложений. Но фонд облигаций не дает защиты от высоких процентных ставок, что является гораздо более серьезной опасностью при владении долгосрочными долговыми обязательствами. Когда ставки повышаются, фонд облигаций теряет стоимость так же быстро, как и единичная облигация того же срока действия.

Более или менее успешным может оказаться инвестирование в фонд бросовых облигаций или в смешанный фонд, который предлагает

сочетание корпоративных и государственных ценных бумаг, что, в общем и целом, принесет большую прибыль, чем вложение в один вид облигаций. И все же мне непонятно, почему многие люди инвестируют все свои деньги в фонд средне- или долгосрочных гособлигаций. Сегодня более 100 млрд долл. инвестируется в фонды гособлигаций.

Возможно, высказываясь подобным образом, я потеряю нескольких друзей — приверженцев облигационных фондов, но мне неясно, что ими движет. Потому что любой, кто покупает среднесрочные государственные облигации и платит 0,75% годовых на зарплату, вознаграждение аудиторов, подготовку отчетов и т. д., мог бы с таким же успехом купить семилетнюю казначейскую облигацию, не платить никаких взносов и получить более высокую прибыль.

Казначейские облигации и векселя можно купить через брокера или напрямую в Федеральном резервном банке США, который не берет комиссионных. Вы можете купить трехлетнее долговое обязательство или казначейский вексель всего за 5000 долл. и десятилетнюю или тридцатилетнюю казначейскую облигацию — за 1000. Проценты по казначейскому векселю выплачиваются вперед, а проценты по облигации автоматически зачисляются на ваш брокерский или на ваш банковский счет. И никакой суеты.

Рекламные агенты фондов правительственных облигаций любят повторять, что опытные управляющие активами могут обеспечить вам лучшую прибыль посредством своевременных покупок, продаж и хеджирования позиций. Однако это происходит не очень часто. Исследование, проведенное нью-йоркским распространителем облигаций Gabriele, Hueglin & Cashman, приводит заключение, что в течение шести лет в период с 1980 по 1986 год частные лица, работающие с облигациями на бирже, были более успешны, чем фонды облигаций, и иногда разрыв достигал 2% в год. Более того, чем дольше функционировали фонды облигаций, тем менее доходными они были по сравнению с облигациями как таковыми. Доходы от управления, осуществляемого специалистами, были перекрыты расходами на оплату этих же специалистов.

Авторы исследования, кроме того, предполагают, что фонды облигаций пытаются максимизировать текущие доходы за счет общих доходов в долгосрочной перспективе. У меня нет собственных данных, чтобы подтвердить или опровергнуть их выводы, но я твердо знаю, что владелец семилетней облигации может быть уверен по крайней мере в том, что по истечении семи лет он получит свои деньги назад, в то время как у вкладчика в среднесрочный фонд облигаций нет такой уверенности. Цена, которую этот инвестор получит в день продажи своего пая в фонде, будет зависеть от рынка облигаций.

Еще один загадочный аспект приверженности фонду облигаций: почему так много людей готовы платить авансом комиссию за продажу (премию), чтобы только вступить в государственные облигационные фонды и так называемые фонды Ginnie Mae? Есть смысл в выплате премии фонду акций, который постоянно демонстрирует более успешные показатели, чем в среднем по рынку: вы вернете и эту премию и получите еще что-то за время работы фонда. Но так как долгосрочная казначейская облигация США и сертификат Ginnie Mae не отличаются от других подобных ценных бумаг, то у управляющего отдельно взятым фондом мало шансов выделиться среди конкурентов. На самом деле, разница в прибыльности между «непремиальным» и «премиальным» фондами облигаций не столь существенна. Это приводит нас к 5-му принципу Питера:

### **Радио можно слушать и бесплатно.**

Чтобы управлять облигациями в портфеле нашей некоммерческой организации, мы наняли семь человек: двух управляющих с традиционным подходом, чтобы инвестировать основную часть денег, трех управляющих конвертируемыми облигациями (см. стр. 71) и двух управляющих бросовыми облигациями («мусор» может быть очень доходным, если вы покупаете его с умом, но мы не хотели делать на него большие ставки).

## **ФОНДЫ АКЦИЙ ПРОТИВ ФОНДОВ АКЦИЙ**

В определенном смысле фонд акций — это те же самые акции. Единственный способ получить от него прибыль — оставаться его владельцем. Это требует недюжинной силы воли. Инвестирование в фонд акций не поможет решить проблему людям, которых пугает инвестирование в акции. Так, самые прибыльные фонды, как правило, теряют в стоимости даже значительнее, чем среднерыночная акция при коррекции. Пока я управлял фондом Magellan, в девяти случаях при потере среднерыночной акцией 10% стоимости фонд падал ниже рынка, но при ремиссии поднимался значительно выше рынка (я дам более детальное объяснение процесса позже). Чтобы извлечь выгоду из этих ремиссий, нужно было оставаться в игре.

В обращении к держателям акций Magellan я предупреждал о том, что возможны кратковременные потери в стоимости; теоретически, когда люди готовы к чему-либо, это может их встревожить, но не напугать.

Большинство, я думаю, сохранили спокойствие и не продали свои акции. Однако некоторые не устояли. Предостережение Уоррена Баффета о том, что людям, которые не могут вынести падения стоимости принадлежащих им акций на 50%, не стоит владеть акциями, применимо также и к фондам. Людям, которые не выносят падения стоимости паев взаимных фондов на 20–30% стоимости за короткое время, конечно, не следует инвестировать в быстрорастущие фонды и другие фонды акций. Возможно, им следует выбрать сбалансированный фонд, состоящий из акций и облигаций, или инвестиционный фонд, вкладывающий свои средства в различные виды активов, — они дадут инвестору меньше поводов волноваться, чем узкоспециализированный фонд, инвестирующий в быстрорастущие компании. Конечно, и доходы в случае выбора меньшего риска будут ниже.

Принимая во внимание ошеломляющее разнообразие фондов прямых инвестиций (1127 на сегодняшний день), мы приходим к 6-му принципу Питера:

**Раз уж вы выбираете фонд — выбирайте хороший.**

Легко сказать, да трудно сделать. В течение последнего десятилетия около 75% фондов акций были хуже некуда, год за годом им не удавалось обогнать по доходности акции, составляющие рыночные индексы. Более того, если управляющему фондом удавалось достичь доходности, сопоставимой с рыночной, он считался просто кудесником, лучшим из лучших среди всех управляющих взаимными фондами.

Тот факт, что множество фондов, инвестирующих в акции, по доходности которых рассчитываются среднерыночные показатели, ухитряются приносить прибыли ниже среднерыночных, — современный парадокс. Кажется нелогичным, что большинство управляющих фондами не могут достичь среднего результата, но именно так дело и обстояло: 1990 год был восьмым годом подряд, когда проявилась эта широко распространенная неспособность достичь доходности индекса S&P 500.

Причины этого феномена не совсем ясны. По одной версии, это результат некомпетентности управляющих фондами, которым впору было разобрать компьютеры и бросать дротики в список акций. Другая теория утверждает, что стадный инстинкт заставляет специалистов Уолл-стрит не выделяться из общей массы, поэтому управляющие фондами лишь создают видимость попыток превзойти и обогнать, в то время как на самом деле они кабинетные игроки, чья цель в жизни — держаться средне-рыночных показателей. К несчастью, имеющийся творческий потенциал

мешает им, и они не могут толком даже плохо работать, как бывает с выдающимися писателями, которые пытаются писать легкое чтиво и терпят провал.

Третья, более щадящая версия такова: акции, составляющие средние индексы, особенно индекс S&P 500, представляют в основном большие компании, которые в последние годы были очень успешны. В 1980-х годах было сложнее обогнать рынок, чем в 1970-х. В 1980-х акции компаний, входящих в индексы S&P, выкупались в больших количествах, что привело к увеличению цен на них. На наш рынок пришло много зарубежных инвесторов, которые предпочитали скупать акции крупных известных компаний. Это лишь подлило масла в огонь.

В 1970-х, напротив, акции многих популярных брендов (Polaroid, Avon, Херох), предприятий сталелитейной промышленности, автопроизводителей упали. Компании со стабильным ростом, как Merck, продолжали процветать, но их акции никто не покупал из-за завышенных цен. В те годы управляющий фондом сильно выигрывал, отказываясь от приобретения акций крупных компаний.

Четвертая же теория заключается в том, что популярность индексных фондов создала саморегулирующуюся схему: чем больше крупных компаний инвестируют в индексы, тем больше денег поступает на индексные акции, что приводит к повышению их цен, и в результате индексные фонды более чем конкурентоспособны.

Итак, следует ли вам перестать искать управляемый фонд среди сотен, представленных на рынке, инвестировать в индексный фонд или в несколько индексных фондов — и успокоиться? Я обсуждал эту возможность с Майклом Липпером, признанным специалистом в области взаимных фондов. Его данные приведены в табл. 3-3. Здесь сравниваются показатели большой группы управляемых фондов, называемых General Equity Funds, с индексом S&P 500 Reinvested, который по определению аналогичен индексному фонду, отличающемуся только небольшой комиссией.

Таблица Липпера иллюстрирует уже сказанное нами: в течение последнего десятилетия индексные фонды демонстрировали более высокую доходность, чем управляемые фонды, и часто — значительно более высокую. Если бы вы 1 января 1983 года вложили 100 тыс. долл. в индексный фонд Vanguard 500 и на время забыли о нем, то 1 января 1991 года в вашем кармане оказалось бы 308 450 долл. Но, отдав предпочтение среднему фонду акций, вы получили бы лишь 236 367 долл. Однако в 1991 году восьмилетний период высокой прибыльности индексных фондов закончился.

Таблица 3-3. Доходность взаимных фондов по сравнению с S&amp;P 500 (%)

Индекс акций S&P 500 был более доходным, чем средний управляющий взаимным фондом в восьми из десяти прошедших лет...

Календарный год	Взаимные фонды прямых инвестиций	S&P 500 Reinvested
1991	35,9	30,4
1990	-6,0	-3,1
1989	24,9	31,6
1988	15,4	16,6
1987	0,9	5,2
1986	14,4	18,7
1985	28,1	31,7
1984	-1,2	6,3
1983	21,6	22,6
1982	26,0	21,6
..., но в длительной перспективе управляемые фонды имеют небольшое преимущество		
1981	-0,6	-4,9
1980	34,8	32,5
1979	29,5	18,6
1978	11,9	6,6
1977	2,5	-7,1
1976	26,7	23,9
1975	35,0	37,2
1974	-24,2	-26,5
1973	-22,3	-14,7
1972	13,2	19,0
1971	21,3	14,3
1970	-7,2	3,9
1969	-13,0	-8,4
1968	18,1	11,0
1967	37,2	23,9
1966	-4,9	-10,0
1965	23,3	12,5
1964	14,3	16,5
1963	19,2	22,8
1962	-13,6	-8,7
1961	25,9	26,9
1960	3,6	0,5
<b>Накопленная совокупная доходность</b>		
1960–91	2317,8	2289,5

Источник: Lipper Analytical Services, Inc.

В течение 30 лет управляемые и индексные фонды идут вровень, с незначительным преимуществом первых. Время и усилия, потраченные на выбор подходящего фонда и классного управляющего с хорошей хваткой, в большинстве случаев не гарантируют успеха. Если вам не удалось выбрать один из немногих фондов, которые постоянно превышают средние показатели (об этом поговорим подробнее позже), ваши усилия потрачены впустую. Что касается метода случайного выбора для инвестирования — лучше вообще не ввязываться в игру.

Липпер и сам видит бесплодность ежегодных поисков завтрашнего победителя среди управляемых фондов. Как показывает практика, это довольно бессмысленное занятие. Тем не менее надежда умирает последней. Интеллектуальная деятельность Уолл-стрит не затухает, а инвесторы не прекращают перелистывать списки фондов в поисках того, который в состоянии превзойти средние показатели.

Я и несколько моих коллег приняли этот вызов от имени вышеупомянутой некоммерческой организации. Часами мы просматривали резюме и данные о достижениях 75 финансовых управляющих и наконец отобрали 25 из них для собеседования.

Мы решили нанять группу управляющих и дать каждому часть портфеля акций. Того же результата можно было достичь, вложив средства в несколько фондов различных стилей и направлений. Мы рассуждали следующим образом: меняются рынки, меняются условия, и поэтому один управляющий или один фонд не смогут постоянно обеспечивать высокие прибыли. Что применимо к акциям, то применимо и к взаимным фондам. Никогда не знаешь, где повезет, так что эклектичным быть выгодно.

Если вы вложились лишь в один фонд, вы можете оказаться в ситуации, когда управляющие потеряли хватку или когда акции в фонде перестали приносить ожидаемую прибыль. Например, взаимный фонд, стратегия которого — инвестирование в недооцененные, но перспективные компании, может давать отличный доход 3 года и быть провальным в следующие 6 лет. До Большой коррекции 1987 года вышеупомянутые фонды опережали рынок в течение 8 лет, в то время как фонды, инвестирующие в быстрорастущие компании, значительно отставали. Недавно последние, напротив, вышли в лидеры, но потеряли преимущество в 1992 году.

Итак, рассмотрим многообразие типов фондов. В свете обсуждаемого нами выделим следующие основные типы:

1. **Фонды роста капитала:** управляющие этих фондов могут покупать любые виды акций, их не принуждают придерживаться какой-либо инвестиционной стратегии. Magellan — один из таких фондов.

2. **Стоимостные фонды:** управляющие этих фондов инвестируют в компании, основным достоинством которых являются активы, а не текущие прибыли. Среди них: компании по разработке природных ресурсов, компании, владеющие недвижимостью, компании кабельного телевидения, компании трубопроводного транспорта, компании по производству и розливу напитков. Многие из этих компаний влезли в большие долги, чтобы купить активы, и планируют получить доходы позднее, когда долги будут выплачены.
3. **Фонды роста качества:** менеджеры этих фондов инвестируют в средние и крупные компании, которые постоянно расширяются и стабильно повышают прибыль на 15% в год и более. Из группы исключаются цикличные предприятия, медленно растущие предприятия с устойчивым курсом акций и предприятия коммунальных услуг.
4. **Фонды быстрорастущих компаний:** инвестируют в основном в маленькие компании. Акции этих компаний с малой капитализацией в течение нескольких лет не имели успеха на рынке, но в 1991 году внезапно приобрели популярность.
5. **Фонды особых ситуаций:** управляющие этих фондов инвестируют в акции компаний, у которых нет ничего общего, кроме того, что произошло нечто уникальное, что улучшило их перспективы.

Четкое понимание того, клиентом фонда какой категории вы являетесь, помогает делать компетентные выводы о том, стоит ли продолжать взаимоотношения с данным фондом. Тот факт, что в течение 4 лет стоимостной фонд Mario Gabelli не был доходным, не является сам по себе достаточным основанием, чтобы избавиться от Gabelli (и действительно, фонд Gabelli в 1992 году наверстал упущенное). В период, когда акции недооцененных, но перспективных компаний не пользуются спросом, не стоит ожидать ни от Gabelli, ни от Kurt Lindner, ни от Michael Price такой же эффективности, как от управляющего популярным фондом быстрорастущих компаний.

Единственно верным является сравнение между собой различных стоимостных фондов. В течение многих лет достижение Gabelli лучшего по сравнению с Lindner результата являлось аргументом для предпочтения Gabelli. Но если John Templeton, широко известная компания, управляющая акциями быстрорастущих предприятий, была более успешна, чем Gabelli, это не говорит о неэффективности Gabelli. Это свидетельствует лишь об успехе данного стиля инвестирования, связанного с вкладами в акции недооцененных, но перспективных (быстрорастущих) компаний.

Аналогичным образом было бы глупо обвинять управляющего золотым фондом, который упал на 10% в прошлом году, когда акции

золотодобывающих компаний в целом упали на те же 10%. Когда какой-либо фонд не приносит доходов, естественным является желание перейти в более доходный. Те, кто поддался этому искушению, не подумав о том, фонд какого вида не оправдал их ожиданий, совершают ошибку, потому что, переключившись с фонда, вкладывающего в недооцененные компании, на фонд, вкладывающий в быстрорастущие компании, они, возможно, потеряли терпение как раз в тот самый переломный момент, когда первый фонд начинал расти, а второй — падать.

На самом деле, когда стоимостной фонд более успешен, чем его соперники, в не очень удачный для стоимостных фондов год, это не обязательно является поводом для торжества (то же самое применимо и к фондам быстрорастущих компаний, и ко всем другим видам фондов). Возможно, его управляющий разочаровался в акциях недооцененных компаний и вложил часть денег в «голубые фишки» (акции компаний первого эшелона) или в акции предприятий коммунальных услуг; т.е. просто потерял веру в стратегию инвестирования в акции недооцененных компаний, особенно в период их упадка.

Несоблюдение управляющим стратегии инвестирования, вероятно, позволит достичь положительных результатов в краткосрочной перспективе, но преимущества могут быть минимальны. Когда стоимость акций повысится, у этого менеджера уже не будет полного пакета инвестиций в них и его акционеры не получат того, за что они заплатили.

Разумный инвестор может навести справки о фонде, просмотрев полугодовые и годовые отчеты, и определить, покупает ли управляющий именно те виды акций, которые должен покупать. Например, никому бы не хотелось видеть Microsoft в портфеле фонда, вкладывающего в недооцененные, но перспективные компании. Я думаю, что оценить стратегию фондового менеджера — задача непосильная для обычного инвестора, но это тот вид деятельности, который доставит удовольствие акционерам-фанатам.

## **ЗВЕЗДНАЯ КОМАНДА**

Желая увеличить вероятность удачного инвестирования по крайней мере некоторых из наших активов, мы в итоге выбрали 13 различных фондов и управляющих для нашей некоммерческой организации. Среди них был один управляющий стоимостными фондами, два — фондами роста

качества, два — фондами особых ситуаций, три — фондами роста капитала, один — фондом быстрорастущих компаний, который инвестирует только в компании, постоянно повышающие свои дивиденды, и три — фондами конвертируемых ценных бумаг (см. описание на стр. 71).

В этой команде мы рассчитывали найти достаточно звезд, чтобы перекрыть неудачи середнячков и превзойти среднерыночные показатели.

Если вы обычный инвестор, можете дублировать эту стратегию более простым способом: разделить портфель, например, на шесть частей и инвестировать в фонды каждого из вышеперечисленных пяти типов, плюс в фонд, инвестирующий в акции предприятий коммунальных услуг, или в доходный фонд акций для балласта в штормовых условиях рынка.

Начиная с 1926 года акции быстрорастущих компаний были значительно более успешны, чем акции индекса S&P 500, так что держать часть инвестиций в них — неплохая идея. Наряду с управляемыми фондами можно взять парочку индексных фондов. Например, можно купить индексный фонд S&P 500, чтобы покрыть сегмент компаний с качественным ростом; индексный фонд Russell 200, чтобы покрыть сегмент быстрорастущих компаний; Gabelli, Lindner Fund или Michael Price's Mutual Beacon — стоимостной сегмент и Magellan (самореклама разрешена?) — сегмент роста капитала.

Самый легкий подход — разделить ваши деньги на шесть равных частей, вложить их в шесть фондов и остановиться на этом. Если появятся еще деньги для инвестирования, повторите процедуру. Более сложный подход — применить оценку различных фондов, вкладывая деньги в секторы, которые какое-то время не очень результативны на рынке. Это следует делать *только* в случае, если у вас есть дополнительные деньги для инвестирования. Так как частным лицам надо думать о налоговых последствиях (у некоммерческих организаций такой проблемы нет), возможно, совершать много покупок и продаж, а также переключаться с фонда на фонд — не очень хорошая идея.

Итак, как узнать, какие секторы отстают от рынка? Мы изучали этот вопрос во время планирования портфеля нашей некоммерческой организации осенью 1990 года. В тот момент я был убежден, что цены на некоторые из акций крупнейших компаний, таких как Bristol-Myers, Philip Morris и Abbott Labs, которые Уолл-стрит вывела «из грязи в князи», были завышены и их следовало понизить или уж, по крайней мере, не повышать больше. Как мне удалось понять это, объяснено более детально на стр. 146.

Эти компании — типичные корпоративные гиганты в сфере производства медикаментов и пищевых продуктов, составляющие индекс S&P 500. С другой стороны, индекс Dow Jones перегружен циклическими

акциями, в то время как NASDAQ и Russell 2000 представляют сравнительно быстрорастущие предприятия — сети ресторанов, высокотехнологические компании и т.д.

Сравнивая индекс S&P 500 по эффективности с индексом Russell 2000 10 лет назад, можно разглядеть определенную закономерность. Прежде всего, акции быстрорастущих предприятий гораздо более изменчивы, чем акции крупных компаний: они словно воробьи, снующие вверх-вниз, на фоне неспешного полета хищных птиц. Также для мелких акций характерна способность после продолжительного понижения достигать в конце концов высокого уровня.

В течение пяти лет, предшествовавших 1990 году, акции быстрорастущих предприятий не отличались эффективностью по сравнению с индексом S&P 500, который вырос на 114,58%, в то время как Russell 2000 поднялся лишь на 47,65%. Но они с лихвой наверстали упущенное в 1991 году, когда индекс Russell 2000 набрал 62,4% за 12 месяцев. Некоторые фонды быстрорастущих компаний достигали и лучших результатов — 70%, а то и 80% прибыли.

Очевидно, 1990 год был бы для вас удачным в плане пополнения доходов за счет быстрорастущих акций вашего портфеля. А вы непременно вложили бы деньги именно в этот сектор, если бы обратили внимание на увеличение различных индексов, о чем сообщали *Barron's*, *The Wall Street Journal* и другие издания.

Еще один эффективный способ определить, стоит ли вкладывать деньги в быстрорастущий сектор или следует инвестировать в более крупный индексный фонд, — отслеживание изменений в T. Rowe Price New Horizons. New Horizons — известный фонд, созданный в 1961 году для инвестирования в малые компании. Действительно, как только какая-либо компания становится слишком большой, менеджеры из New Horizons исключают ее из портфеля. Это своеобразный барометр на рынке новых быстрорастущих акций.

Рис. 3-1, опубликованный с текущими отчетами от T. Rowe Price, представляет собой сравнение коэффициента «цена/прибыль» (P/E) акций в New Horizons Fund с этим же коэффициентом для S&P в целом. Так как маленькие компании, как правило, растут более высокими темпами, чем крупные, их акции обычно продаются с более высоким P/E, чем акции больших компаний.

Теоретически, следует ожидать, что коэффициент P/E фонда New Horizons всегда выше, чем отношение «цена/прибыль» для S&P. На практике же это не всегда так, что делает данный график очень полезным. В течение определенных периодов, когда быстрорастущий сектор непопулярен среди инвесторов, акции маленьких компаний становятся такими деше-

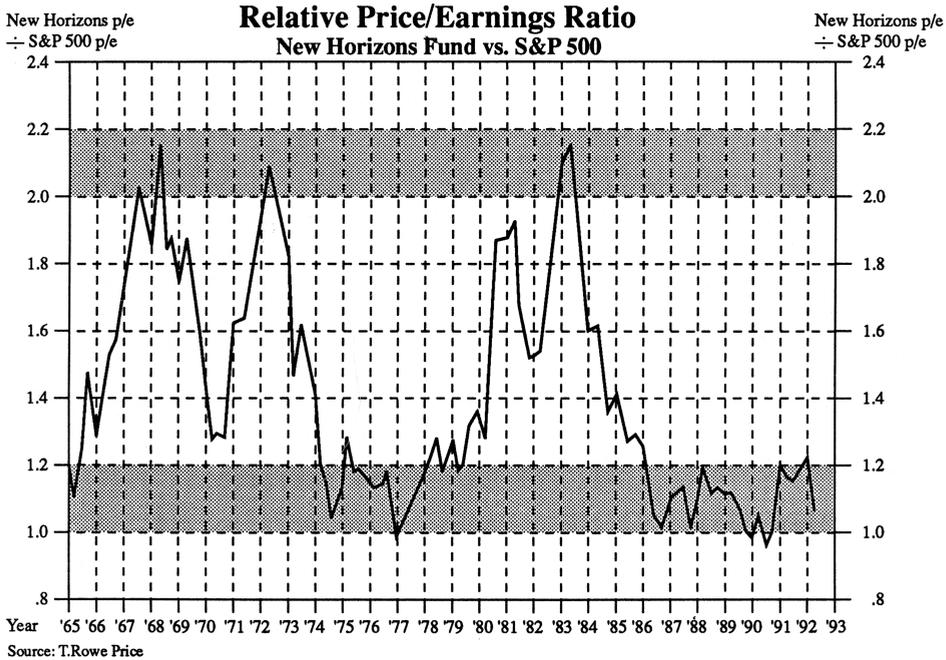


Рисунок 3-1

выми, что коэффициент «цена/прибыль» в New Horizons падает до того же уровня, что и в S&P (это редкое состояние обозначено здесь цифрой 1).

В другие времена, когда акции малых компаний очень популярны и взлетают до умопомрачительных высот, отношение «цена/прибыль» в New Horizons вдвое выше S&P 500 (обозначено здесь цифрой 2).

Как вы видите, лишь дважды за последние 20 лет (в 1972 и в 1983 годах) был достигнут этот впечатляющий уровень в 2,0. В обоих случаях стоимость акций маленьких компаний в течение нескольких лет после этого была очень низкой. Более того, акции малых компаний почти не росли в период бурного роста акций с 1983 по 1987 год. Когда стрелка барометра New Horizons достигает впечатляющего показателя в 2,0, это откровенный намек на то, что пришло время уйти из быстрорастущего сектора и сконцентрироваться на S&P.

Ясно, что лучшее время для покупки — когда указатель падает ниже 1,2. Еще раз повторю: чтобы получить результаты от использования этой стратегии, надо быть терпеливым. Может потребоваться пара лет, чтобы быстрорастущие акции малых компаний снова набрали силу, и затем еще несколько лет, чтобы эта тенденция развилась полностью. Например, в 1977 году, после того как акции мелких компаний год или два были очень

успешны, на Уолл-стрит преобладало мнение, что этот сектор исчерпал себя и пришло время переключиться на акции крупных компаний. Будучи молодым специалистом по управлению фондами, я проигнорировал это мнение и придержал акции малых компаний. Это было решение, которое помогало фонду Magellan оставаться успешным на рынке в течение пяти последующих лет.

Таким же образом можно сравнить фонды быстрорастущих компаний со стоимостными фондами. Analytical Services публикует индекс из 30 стоимостных фондов и индекс из 30 фондов быстрорастущих компаний в каждом выпуске *Barron's*. Между 1989 и 1991 годами индекс фондов быстрорастущих компаний Lipper увеличился на 98%, в то время как индекс стоимостных фондов вырос всего на 36%. Когда стоимостной фонд в течение нескольких лет показывает худшие результаты, есть смысл расширить в нем свои инвестиции.

## ВЫБОР ПОБЕДИТЕЛЯ

Как выбрать стоимостной фонд, фонд быстрорастущих компаний или фонд роста капитала, который превзойдет своих соперников? Большинство людей обращают внимание на то, как шли дела у фонда в прошлом. Они изучают списки Lipper, опубликованные в *Barron's* или каком-либо из подобных источников, отслеживающих эффективность деятельности фондов. Они просматривают данные за 1 год, 3 года, 5 лет и больше. Это еще один способ времяпрепровождения для целой нации — просматривать данные о деятельности фондов. Этому посвящают тысячи часов. Об этом пишут книги и статьи. Тем не менее за редким исключением это оказывается бесполезной тратой времени.

Некоторые выбирают рекордсмена прошлого года — того, кто возглавляет список лидеров Lipper за один, последний, год, — и покупают акции этого фонда. Это очень глупо. Победитель одного года — зачастую фонд, управляемый тем, кто поставил на одну отрасль или один вид компаний в успешном секторе — и ему повезло. По каким другим причинам он смог бы так возвыситься над остальными? На следующий год, когда этому управляющему фондом не повезет, его фонд будет замыкать список Lipper.

К сожалению, процесс отбора будущих лидеров, основанный на оценке деятельности в предыдущие годы, по всей видимости, не работает, даже когда используются данные за три или пять лет. Исследование, проведенное журналом *Investment Vision* (ныне — *Worth*), показывает:

если бы ежегодно в период между 1981 и 1990 годами вы инвестировали в фонд, который был результативен в течение предыдущих 3 лет, в конце концов вы бы отстали от S&P 500 на 2,05%. Если бы вы инвестировали подобным же образом в фонды с пяти- и десятилетним стажем успеха, то обогнали бы S&P на 0,88% и 1,02% соответственно, что даже не компенсировало бы расходов на покупку и продажу паев этих фондов.

Что, если бы вы купили акции в фондах с лучшими показателями в течение пяти–десяти лет и держали их пять лет? В случае с лучшими пятилетними показателями вы бы остались на уровне индекса S&P, а с десятилетними — опустились ниже на 0,61%.

Отсюда мораль: не проводите много времени, изучая прошлые данные. Но это не значит, что не следует выбирать фонд с хорошими долгосрочными историческими показателями. Лучше купить долю в фонде с хорошей репутацией, чем переключаться с фонда на фонд в надежде попасть на гребень волны.

Другая важная тема: что случается с фондом на «медвежьем» рынке? Это тоже важный вопрос. Некоторые фонды теряют больше других, но и получают больше в период ремиссии; некоторые теряют меньше и получают меньше; а некоторые теряют больше и получают меньше. Представителей последней группы надо избегать.

Отличным источником информации по этому вопросу является список Honor Roll, публикуемый в журнале *Forbes* каждый сентябрь. Чтобы оказаться в списке *Forbes*, у фонда должен быть опыт за плечами — два «бычьих» рынка и как минимум два «медвежьих». *Forbes* оценивает каждый фонд (присваивая рейтинг от «А» до «F») на предмет успеваемости в обеих ситуациях. Здесь также приводится имя управляющего фондом и срок его пребывания в должности, расходы фонда, коэффициент «цена/прибыль» и средний годовой оборот в течение 10 лет.

Попасть в список Honor Roll в *Forbes* сложно, что делает журнал надежным источником в поиске информации о фондах. Вы вряд ли ошибетесь, выбрав фонд с оценками «А» или «В» в обоих видах рынка.

Из 1200 существующих фондов акций только 264 работают с 1978 года, а из этих 264 только 9 были прибыльными каждый год с момента основания. Этот список включает: Phoenix Growth, Merrill Lynch Capital A, Investment Company of America, John Hancock Sovereign, CGM Mutual, Nationwide, Eaton Vance Investors, Pox World и Mutual of Omaha Income. Лидер среди них — Phoenix Growth — начиная с 1977 года демонстрирует выдающийся результат — годовую доходность в сложных процентах на уровне 20,2%. Восемь из девяти фондов имеют годовой доход в 13% и выше.

## ПРЕМИЯ ИЛИ ОТСУТСТВИЕ ПРЕМИИ

Наличие или отсутствие комиссии с продаж, так называемой «премии», — другая тема, требующая рассмотрения. Если вы покупаете паи фонда и платите при этом «премию», означает ли это, что вы получаете продукт более высокого качества? Не обязательно. Некоторые успешные фонды взимают вознаграждение, в то время как другие, не менее успешные, нет. Если вы планируете «держат фонд» в течение нескольких лет, то 2–5%, которые вы заплатили за то, чтобы быть принятым в него, сумма незначительная. Вам не следует покупать из-за того, что есть комиссия, но также и не следует отказываться от покупки по этой причине.

Естественно, что текущие взносы и расходы фонда могут помешать его развитию. В этом плане, как мы заметили, индексные фонды находятся в более выгодном положении. Сравнивая прошлые достижения управляемых фондов между собой, вы можете проигнорировать взносы. Ежегодный оборот фонда исчисляется после того, как вычтены взносы и расходы, так что они не влияют на показатели эффективности фонда.

Некоторых беспокоит размер фонда. Начиная с 1983 года, когда активы фонда Magellan превысили отметку в миллиард долларов, я впервые услышал слова «слишком крупный для успеха на рынке». Он был «слишком крупным для успеха» и при активах в 2 млрд долл., 4 млрд, 10 млрд, и к тому времени, когда я уволился, — с активами стоимостью в 14 млрд долл. Думается, он был «слишком крупным для успеха» и при Моррисе Смите, когда вырос до 20 млрд долл.

В течение года после назначения Морриса на пост, газета *The Boston Globe* публиковала колонку «Наблюдение за Моррисом Смитом», которую с таким же успехом можно было назвать «Смотрите, как Моррис Смит потерпит фиаско с фондом, который слишком велик». После отличных результатов Морриса в 1991 году *Globe* перестала печатать колонку, но многие по-прежнему верят в чепуху вроде «этот фонд слишком большой». Теперь, когда Моррис ушел, настало время Джеффа Виника процветать вместе с фондом, который «слишком большой, чтобы быть успешным».

Существует несколько проблем в управлении большим фондом. Это сродни попыткам футболиста выжить на диете из печени. Ему приходится есть печень в значительных количествах, чтобы хоть как-то насытиться. Фондового менеджера постигает та же участь с акциями. Недостаточно купить акции одной чудесной маленькой компании, чтобы оказать существенное влияние на деятельность фонда. Управляющему приходится покупать акции больших компаний, и даже в этом случае требуются

месяцы, чтобы сконцентрировать значительное количество акций, и еще больший срок на то, чтобы продать их.

Эти недостатки преодолеваются искусным управлением. Майкл Прайс доказал это с его Mutual Shares (этот фонд сейчас закрыт для новых инвесторов; Прайс также управляет Mutual Beacon), как и Моррис Смит, мой преемник в Magellan. Прежде чем закрыть эту тему, я хотел бы поговорить еще о четырех типах фондов: секторные фонды, конвертируемые фонды, закрытые фонды и фонды отдельных стран.

## СЕКТОРНЫЕ ФОНДЫ

Секторные фонды появились в 1950-х годах. В 1981 году Fidelity предложила первую группу секторных фондов, позволяющих инвесторам переключаться с одного сектора экономики на другой за относительно низкую плату. Инвестор, который играл на повышение в промышленности (нефтяной, например), но не обладал временем для изучения отдельных компаний в нефтяном бизнесе, мог просто купить паи фонда нефтегазового сектора.

Эти секторные фонды создавались не для того, чтобы дать чудаковатым инвесторам еще одну возможность идти на поводу у своих ощущений. Но, что скрывать, именно так порой к ним и относятся. Покупка нефтегазового фонда, а не акций компании Exxon, едва ли защитит вас от потерь, если цены на нефть начнут меняться в направлении, прямо противоположном тому, которое вы определили шестым чувством. Лучший кандидат для инвестирования в секторные фонды — человек, обладающий специальными знаниями о продукте или о ближайших перспективах того или иного вида бизнеса. Это может быть владелец ювелирного магазина, строитель, страховой агент, менеджер автозаправочной станции, врач или ученый, каждый из которых в состоянии отслеживать (соответственно) последние изменения цен на золото и серебро, строительную древесину, колебания страховых ставок, цен на нефть и нефтепродукты, информацию о правительственных разрешениях на новые медицинские препараты или запуск в производство нового конкурентоспособного продукта биотехнологической компанией.

Выбрав верный сектор в подходящее время, можно очень быстро заработать много денег. Это поняли инвесторы в Fidelity Biotechnology в 1991 году. Стоимость этого секторного фонда увеличилась на 99,05% в

течение одного года. Но характерно, что такие доходы исчезают с той же скоростью, с какой появились. В течение первых девяти месяцев 1992 года Fidelity Biotech упал на 21,5%. Фонды технологического сектора лидировали с середины 1982 до середины 1983 года, а в несколько последующих лет были неэффективными. Последние 10 лет особенно доходными были секторы здравоохранения, финансовых и коммунальных услуг, а цветные металлы находились в конце списка.

Следуя теории, что рано или поздно настанет звездный час любого сектора на фондовом рынке, я снова начал интересоваться сектором золота.

В первые годы моей работы в Magellan цены на золото были очень высокими, и люди опасались идти к зубному врачу не столько из-за боязни бормашины, сколько из страха перед ценами на золотую коронку. В этот период самыми успешными были фонды золота с названиями вроде Strategic Investments, или International Investors, или United Services. Для неискушенного инвестора названия этих фондов золота звучали, как названия общих фондов акций, и меня просто выводила из себя эта неразбериха.

В течение пяти лет в списках Lipper лучших взаимных фондов меня обычно обходили фонды золота. Рядовым же инвесторам казалось, что другие фондовые управляющие работали лучше, чем я, тогда как на самом деле эти лидирующие специалисты просто работали в популярном на тот момент секторе рынка. Очень скоро фонды золота исчезли из списков Lipper, а в последние годы они появились в самом низу.

В 1992 году, а именно 5 июня, закончился десятилетний период, когда десятью самыми нерезультативными фондами на рынке США были фонды золота. Например, U.S. Goldshares поднялся всего на 15% за то время, когда средний взаимный фонд в три или даже в четыре раза увеличил прибыль. Вы могли бы заработать больше на денежном рынке или на сберегательных облигациях США, чем на фонде золота.

Но поскольку золото всегда было в цене — со времен древних доегипетских цивилизаций и задолго до становления культуры американских индейцев, — я считаю, что его время еще придет. Одна из некоммерческих организаций, которые я консультирую, владеет рядом акций компаний золотого сектора, и недавно я слушал доклад хорошо информированных специалистов этого рынка. По их мнению, снижение добычи золота в Южной Африке в 1980-х годах с лихвой компенсировалось работой шахт в США, Канаде, Бразилии и Австралии. Это привело к перенасыщению рынка золотом. Ситуация также усугубилась продажей золота по бросовым ценам республиками бывшего СССР. Но эксперты выразили сомнение в том, что этот кризис перепроизводства затянется.

Скоро запасы золота в новых шахтах иссякнут. Пока же период низких цен отбил у производителей охоту открывать и разрабатывать новые

месторождения. Так что в середине следующего десятилетия, очень возможно, сложится интересная ситуация. Спрос на золото для ювелирного производства и промышленных нужд начнет возрастать, в то время как предложение будет падать. И если инфляция достигнет уровня двузначных чисел, люди снова начнут покупать золото в качестве подстраховки.

На сегодняшний день в секторе золота на американском рынке работают 34 фонда, из которых одни покупают акции южноафриканских золотодобывающих компаний, а другие покупают акции всех, за исключением африканских. Парочка гибридных фондов инвестирует в золото и в государственные облигации в соотношении 50/50. Такая комбинация очень подходит беспокойным инвесторам, которые волнуются и из-за надвигающейся Депрессии, и из-за неизбежной Гиперинфляции.

## **КОНВЕРТИРУЕМЫЕ ФОНДЫ**

Вот вам недооцененный способ извлечения выгоды из комбинации двух свойств: 1) высокой успешности акций мелких компаний и компаний второго эшелона и 2) стабильности облигаций. Как правило, именно мелкие компании выпускают конвертируемые облигации, для которых характерны более низкие процентные ставки по сравнению с обычными облигациями. Инвесторы готовы смириться с низкими процентными ставками при наличии свойства конвертируемости, которое позволяет обменивать эти облигации на акции по установленной цене конвертации.

Как правило, цена конвертации на 20–25% выше, чем текущая цена обыкновенных акций. Когда цена непривилегированных акций достигает более высокого уровня, возможность обмена облигаций на эти акции становится весьма ценной. Ожидая же периода подъема цены, держатель облигаций накапливает процент по облигациям. В то время как цена непривилегированных акций может упасть очень низко и очень быстро, цена на конвертируемые облигации менее подвержена скачкам: она поддерживается общим доходом. Например, в 1990 году непривилегированные акции, связанные с различными конвертируемыми облигациями, упали на 27,3%, в то время как сами конвертируемые облигации потеряли только 13% стоимости.

Тем не менее существуют определенные сложности инвестирования в конвертируемые облигации. Лучше предоставить это дело специалисту. Инвестор-дилетант может преуспеть в одном из многочисленных фондов, инвестирующих в конвертируемые облигации, которые заслуживают

большей популярности, чем они имеют. Сейчас такие фонды приносят 7% дохода, что гораздо лучше, чем 3% дивидендов, которые вы получите от средней акции. Для примера возьмем один из таких фондов — Putnam Convertible Income Growth Trust, который имеет двадцатилетний совокупный доход в 884,8%, превосходя S&P 500. Лишь считанное число фондов могут похвастаться таким достижением.

Для одной некоммерческой организации из Новой Англии мы инвестировали в три конвертируемых фонда, потому что в то время они казались недооцененными. Как мы это поняли? Доходность стандартной корпоративной облигации обычно на 1,5–2% выше, чем доходность конвертируемой облигации. Увеличение этой разницы означает, что цены на конвертируемые облигации становятся завышенными; когда разница уменьшается, это свидетельствует об обратной тенденции. В 1987 году, незадолго до Большой коррекции, обычные корпоративные облигации приносили доход на 4% больше, чем конвертируемые, что означало очень сильное завышение цен на последние. Но в период кризиса из-за войны в Ираке в октябре 1990 года конвертируемые облигации приносили на 1% больше, чем обычные облигации, выпущенные теми же компаниями. Это означало редкую возможность купить конвертируемые облигации по удачной цене.

Вот вам хорошая стратегия инвестирования в конвертируемые ценные бумаги: покупайте их, когда разница в цене на корпоративные и конвертируемые облигации маленькая (скажем, 2% и менее), и «сливайте» их, когда разрыв увеличивается.

## **ЗАКРЫТЫЕ ФОНДЫ**

Паи закрытых фондов торгуются как акции на всех основных биржах. В настоящее время существует 318 таких фондов (различных объемов и видов): закрытые фонды облигаций, фонды муниципальных облигаций, общие фонды прямых инвестиций, растущие фонды, стоимостные фонды и т.д.

Основное различие между закрытым и открытым (например, Magellan) фондом в том, что закрытый фонд статичен: количество его паев остается неизменным. Акционер закрытого фонда выходит из него, продавая свои паи кому-нибудь, точно так же, как если бы он продавал акции.

Открытый фонд динамичен. Когда в него приходит новый инвестор, выпускаются новые паи. Когда инвестор выходит из фонда, принадлежащие

ему паи «погашаются» (выкупаются фондом) и активы фонда уменьшаются на стоимость выкупленных паев.

И закрытые, и открытые фонды фактически управляются одинаково, за исключением лишь того, что у управляющего закрытого фонда есть дополнительная подстраховка в работе. Так как фонд не может уменьшиться в размере из-за массового оттока клиентов, единственный вариант потерпеть фиаско — это накопить потери в самом портфеле. Управлять закрытым фондом все равно что работать в высшей школе: вас могут уволить, но чтобы это случилось, вы должны совершить нечто действительно ужасное.

Мне не доводилось встречать внятного исследования о том, успешны ли закрытые фонды по сравнению с открытыми. На первый взгляд, ни у одной из категорий нет явных преимуществ. Лидеры обеих категорий появляются в списках взаимных фондов *Honor Roll* в *Forbes*, что доказывает возможность достижения успеха в обоих форматах.

Так как паи закрытых фондов торгуются, как акции, то и колеблются они так же, как акции. Закрытый фонд продается как с премией, так и с дисконтом по отношению к рыночной стоимости его портфеля (чистой стоимости активов). Охотники за выгодой имеют отличные возможности на рынке распродаж купить паи закрытого фонда со значительной скидкой по отношению к чистой стоимости его активов.

## **ЕСЛИ НАСТАЛ ВТОРНИК, ПРИШЛО ВРЕМЯ БЕЛЬГИЙСКОГО ФОНДА**

Многие закрытые фонды более широко известны как фонды отдельных стран и дают нам возможность инвестировать в наши любимые страны — перспектива более романтическая, чем инвестирование в компании. После бутылочки хорошего вина на площади у фонтана *Trevi* кто как не жестокосердый невежда не захочет инвестировать в Фонд Италии. Подсказка отделу маркетинга: внесите в телефонные книги самых крупных отелей 800 номеров своего фонда данной страны.

На сегодняшний день существует как минимум 75 фондов стран и/или региональных фондов. С распадом коммунистического блока это число, несомненно, увеличится. В Майами запускаются два фонда Кубы (заранее предвосхищая торжество капитализма в Гаване), и только Кастро не спешит с вещами на выход.

Лучшим аргументом в пользу фондов отдельных стран в качестве долгосрочных инвестиций является то, что иностранные экономики

развиваются быстрее, чем американская, и, следовательно, развитие их рынков акций происходит более высокими темпами. По крайней мере, такая ситуация наблюдается в последнее десятилетие. Даже в Magellan соотношение победителей к проигравшим было выше для иностранных акций, чем среди акций «Сделано в США».

Но, чтобы преуспеть в фондах стран, нужно быть терпеливым и не поддаваться влиянию момента. Иногда фонды стран вызывают желание немедленно инвестировать в них. Но это может стать ловушкой для легкомысленных. Хорошим примером служат Germany Fund и его отпрыск New Germany Fund, появившиеся одновременно с падением Берлинской стены, когда западные и восточные немцы обнимали друг друга на улицах, а мировое сообщество эмоционально поддерживало их. Это было начало Великого Немецкого Возрождения.

За Стеной, словно в эйфории, происходило магическое объединение Европы. В назначенный колдовской миг в 1992 году чары многих лет вражды должны были в одночасье рассеяться: французы расцелуют немцев и помирятся с ними, англичане расцелуют немцев и помирятся с французами, итальянцы откажутся от лир, а голландцы — от гульденов ради единой валюты, — и единство, мир и процветание воцарятся навеки. Лично мне легче верилось в кардинальные преобразования в компании Pier 1 Imports.

Когда ликующие берлинцы танцевали на обломках Стены, цена двух фондов Германии на 25% превышала стоимость принадлежащих им акций. Эти фонды росли на 2 пункта в день, не имея никакого обеспечения, кроме молитв об экономическом буме. Те же далекие от реальности ожидания характеризуют слияние Северной и Южной Кореи и, я думаю, в подобные же сжатые сроки иссякнут.

Спустя шесть месяцев, когда инвесторы наконец заметили проблемы в этом великом немецком ренессансе, эйфория превратилась в отчаяние и фонды Германии были быстро распроданы с дисконтом 20–25% по отношению к номинальной стоимости. С тех пор они так и продаются ниже номинала.

Между тем, в 1991 году, когда не прошла еще эйфория по поводу немецких перспектив, новости с немецкого рынка акций не радовали. Когда же в первой половине 1992 года сообщалось о мрачном положении в Германии, рынок акций процветал. Сложно понять эти перипетии изнутри, еще сложнее — из-за границы.

Ясно, что лучший момент для покупки фонда страны — это период его непопулярности, когда вы можете получить 20–25%-ную скидку. Рано или поздно в Германии наступил бы период подъема, и терпеливые инвесторы, купившие фонды Германии по низкой цене, возрадовались бы.

В фондах стран существует много недостатков. Взносы и расходы обычно довольно высоки. Кроме того, недостаточно, чтобы национальные компании, в которые фонд инвестировал, были успешными. Нужно еще, чтобы национальная валюта как минимум оставалась стабильной по отношению к доллару, иначе все ваши доходы потеряются при пересчете курсов. К тому же необходимо, чтобы налоги и законы в стране фонда не были агрессивными по отношению к бизнесу, иначе игра будет испорчена. Управляющий фондом страны должен быть хорошо подготовленным.

Кто же этот управляющий? Тот ли, кто однажды посетил эту страну и прикупил открыток в качестве доказательства визита, или же тот, кто живет и работает там, имеет связи в крупных компаниях и может следить за их развитием?

Хочу внести свою лепту в дебаты «США — другие страны». Сегодня модно считать, что этикетка «Сделано за границей» лучше, чем «Сделано в твоей стране»: немцы более рациональны и делают лучшие автомобили, японцы трудолюбивы и делают лучшие телевизоры, французы более игривы и пекут лучший хлеб, сингапурцы лучше образованны и делают лучшие жесткие диски для компьютеров и т.д. Однако, поездив по заграницам, я сделал вывод, что США по-прежнему имеют лучшие компании и лучшую систему инвестирования в них.

Европа наводнена крупными корпорациями, эквивалентными нашим компаниям первого эшелона, но ей недостает некоторого количества растущих компаний, которые есть у нас. Те же, что имеются, обычно переоценены. Например, L'Oréal — французская косметическая компания, однажды обнаруженная Кэролин, предпринявшей фундаментальное исследование содержимого прилавков парфюмерных магазинов. Мне нравятся акции, но не по цене, в 50 раз превышающей прибыль компании.

Я уверен, что сотни американских компаний увеличивали свою прибыль в течение 20 лет подряд. В Европе же будет сложно найти от силы 10 таких. Европейские «голубые фишки» не обнаруживают ежегодные данные о прибылях, что в Америке является общепринятым.

Информация о зарубежных компаниях часто обрывочна и противоречива. Только в Великобритании существует подобие подробного описания, которое получают все компании на Уолл-стрит. В континентальной Европе профессия аналитика ценных бумаг — занятие маловразумительное. В Швеции, например, таковые вообще редко встречаются. Даже тот единственный, которого я смог отыскать, никогда не бывал в компании Volvo, не менее влиятельной, чем General Motors и IBM.

Расчет прибылей — дело весьма условное. Мы обвиняем аналитиков США в том, что в большинстве случаев они ошибаются, но по сравнению с европейскими коллегами они почти непогрешимы. Во Франции я

читал отчет лучшего аналитика о конгломерате Matra. Полный радостных надежд, я посетил компанию. Представитель компании обрисовал мне перспективы каждого подразделения. Новости по большей части были плохими: нездоровая конкуренция в одном подразделении, неожиданное списание долга ввиду невозможности его уплаты в другом, забастовка в третьем и т. д. «Непохоже, чтобы это была та компания, о которой я читал и которая планирует увеличить доходы вдвое», — заметил я. Он удивленно посмотрел на меня.

Занимаясь самостоятельными исследованиями в Европе, вы можете превратить недостаток информации в достоинство, обнаружив, например, что Volvo продается по очень низкой цене. Вот почему мне так легко удавалось успешно работать с акциями иностранных компаний в Magellan. В США сложности выбора акций связаны с тем, что тысяча людей умнее тебя изучает те же акции, что и ты. Совсем иначе дело обстоит во Франции, Швейцарии или Швеции. Там все умные головы изучают Вергилия и Ницше, а не Volvo и Nestlé.

А как насчет японцев — знатных трудоголиков и просто чемпионов капитализма, владельцев Rockefeller Center и Columbia Pictures и будущих владельцев Seattle Mariners и, может быть, Монумента в Вашингтоне в конце концов? Съездив со мной в один из моих исследовательских туров по Японии, вы бы поняли, что все разговоры о японском превосходстве — выдумка.

Япония — самая богатая страна в мире, где людям едва удастся сводить концы с концами. Японцы обожают американцев за наши просторные ванные комнаты, низкие цены и загородные дома. Они платят 5 долл. за яблоко, 100 долл. за ужин, который и ужином-то не назовешь. Они ездят в метро, как сельди в бочке, и через полтора часа такой езды вы все еще находитесь в черте Токио, который крупнее, чем Род-Айленд. По дороге они мечтают о переезде на Гавайи, где можно многое себе позволить за их деньги, но при этом вынуждены остаться в Японии и посвятить себя выплате кредита за квартиру в 300 кв. метров — клетку стоимостью в миллион долларов. А если они продадут эту хибару, им придется переехать в другую такую же за миллион долларов или снимать квартиру за 15 тыс. долл. в месяц.

Японская безвыходная ситуация напоминает мне историю о мужчине, который хвастался тем, что его собака стоит миллион долларов, а когда его спрашивали, почему он считает, что это такая дорогая собака, он отвечал, что обменял ее на двух кошек по 500 тыс. каждая. Может, японцы и в самом деле держат домашних кошек по 500 тыс. долл.

в дополнение к их членским взносам в гольф-клуб в 500 тыс. долл., но до недавних пор они могли бы все это обменять на несколько акций по цене 100 тыс. долл.

Рекламный слоган «Когда говорит E. F. Hutton, народ слушает» звучит слишком мягко в японских условиях. Там он выглядел бы следующим образом: «Когда Nomura Securities приказывает, народ подчиняется». Доверие к брокерам было непоколебимым, их слову следовали как заповедям. Японцы покупали кошек по 500 тыс. долл. без колебаний.

Результатом был чудесный рынок акций с коэффициентом «цена/прибыль» (P/E) 50, 100, 200, который был настолько далек от разумных пределов, что наблюдатели начали теоретизировать по поводу того, что высокий P/E — это национальная особенность. На самом деле, американские биржевики демонстрировали ту же особенность в конце 1960-х годов, когда наш рынок был настолько переоценен, что потребовалось 22 года до 1991, когда индекс Dow, адаптировавшись наконец к инфляции, вновь достиг высоты, покоренной в 1967 году.

Японский рынок подвержен закулискому жульничеству, которого Уолл-стрит не знала с двадцатых годов прошлого века. Крупные инвесторы в Японии имели гарантию возврата денег брокерскими конторами: когда они теряли деньги, брокеры возмещали им потери. Если бы Merrill Lynch и Smith Barney были так услужливы, это вернуло бы часть утраченного доверия к *нашим* акциям.

Что рынок в Японии очень специфичен, я почувствовал, впервые посетив страну в 1986 году. Поездка была организована через офис Fidelity в Токио, где работало 80 человек. Адам Смит в своей книге *The Money Game* написал главу об основателе фонда Fidelity, трудолюбивом г-не Джонсоне. Книга была опубликована на японском — и Fidelity стал известным в Японии.

Тем не менее потребовалось много письменных и телефонных переговоров, прежде чем удалось организовать ряд встреч с некоторыми японскими компаниями. Заранее получив их ежегодные отчеты, я заказал переводы на английский и подготовил вопросы к встрече. Используя ту же технику, что и на родине, я разогрел аудиторию шуточной беседой, добавил остроты вопросам, используя некоторые факты, и дал понять, что неплохо подготовлен и владею информацией.

В японских компаниях очень любят соблюдать формальности, и совещания носили церемониальный характер: все поминутно кланялись и беспрестанно пили кофе. В одной компании я задал вопрос о расходах на средства производства, что заняло у меня 15 секунд на английском, но

переводчику потребовалось 5 минут, чтобы передать его японскому эксперту, который семь минут произносил на японском то, что в конечном английском переводе звучало как «сто пять миллионов иен». Очень цветистый язык.

Беседуя с одним из наиболее известных брокеров в стране, я получил представление о том, в какой степени контролируются японские биржевые цены. Он описывал свои любимые акции (не помню, как они назывались) и все повторял одну и ту же цифру — что-то вроде 100 тыс. иен. Я не понял, о чем конкретно он говорит — о продажах, прибылях или о чем-то еще, — и попросил его пояснить. Оказалось, он говорил о цене акций через 12 месяцев. Я проверил эту цифру год спустя: он оказался прав!

Япония была тихим ужасом для фундаментального аналитика. Вновь и вновь мне на глаза попадались из рук вон плохо составленные балансовые отчеты компаний, обрывочные данные об их прибылях и переоцененные акции с потрясающим коэффициентом «цена/прибыль». Все это касается и компании, заявившей о самом крупном публичном предложении акций в истории финансов, — Nippon Telephone.

Когда телефонная компания приватизирована, обычно мне очень хочется ее купить (смотрите главу 17), но Sushi Bell являлась исключением. Это была не быстрорастущая компания в развивающейся стране, где все руки тянутся к трубке. Это была зарегулированная японская компания по предоставлению услуг в стадии зрелости (что-то вроде старушки Bell до ее разделения), ожидаемый рост которой мог составлять 6% или 7% годовых, но не более.

Первоначальный выпуск был продан в 1987 году по цене 1,1 млн иен за акцию. Я считал, что это безумно дорого, но на внебиржевом рынке цена почти утроилась. На этой стадии Nippon Telephone продавалась примерно в 3000 раз выше ее прибыли. Ее рыночная стоимость составляла 350 млрд долл. — больше, чем весь рынок акций Германии и чем 100 лучших компаний в нашем списке *Fortune* 500.

В этой ситуации не только король был голым, но и народ снял с себя последнюю рубашку. После Большой коррекции японское правительство смогло навязать еще более переоцененную Nippon японской общественности посредством двух дополнительных предложений: одно за 2,55 млн иен за акцию, другое — за 1,9 млн иен за акцию. С тех пор цены пошли на убыль. На сегодняшний день акции Nippon продаются по 575 тыс. иен, то есть с 85%-ной скидкой относительно цены с дисконтом образца 1987 года. Для инвесторов с Уолл-стрит потеря подобной суммы стерла бы из списка *Fortune* 100 все 100 компаний.

Даже по цене 575 тыс. иен за акцию рыночная цена Nippon превышает цену Philip Morris — самой большой компании США с тридцатилетним

стажем увеличения прибыли. После всех потерь Nippon остается переоцененной в 50 раз по сравнению с ее прибылью.

Ходят слухи, что японские инвесторы не обращали внимания на прибыль и фокусировались на движении денежных средств, возможно, из-за нехватки таковых. Компании, которые, словно пьяные моряки, тратят деньги, в особенности на покупку других компаний и недвижимости, заканчивают плохо, имея в итоге налоговую скидку на амортизацию и кучу непоплаченных долгов, а в результате — большие потоки денежных средств и низкие доходы.

Новички на японском рынке будут говорить вам о национальной особенности в виде японской приверженности к высоким показателям движения денежных средств, но у бюрократии нет национальных особенностей. Бюрократия — проблема, вставшая перед японскими банками, которые ссудили деньги всем покупателям собак за миллион долларов и кошек за полмиллиона.

Спекуляции играют гораздо большую роль в японской экономике, чем в американской. Merrill Lynch в ее лучшие времена не входила в первую сотню лучших компаний США в списке *Fortune* 500, но было время, когда 5 из ведущих 25 компаний Японии были брокерскими фирмами, а еще 5–10 — банками.

Американские банки критикуют за то, что они легкомысленно дают займы богачам и бездельникам, но даже самые легкомысленные из этих займов под недвижимость имеют хоть какую-то гарантию возврата. Японские банки давали 100%-ные кредиты на строительство офисных зданий при отсутствии каких бы то ни было гарантий их возврата, ведь даже при наилучшем стечении обстоятельств арендная плата едва бы покрыла расходы.

До недавних торгов единственным объектом сделок на японских биржах были маленькие компании, которые, по моему мнению, являются ключевыми для японского роста и процветания (то же характерно и для США). Небольшие японские компании игнорировались на ранних этапах акционерной мании, тогда как я сделал свои основные закупки именно в этом секторе. Когда акции малых компаний достигли тех же безумных цен, что и остальные, я «слил» их. Принимая во внимание все вышесказанное, я бы, скорее, инвестировал в стабильный фонд акций быстрорастущих предприятий в старых добрых США.

Подведем итог нашему обсуждению стратегий взаимного фонда:

- Вложите как можно больше денег в фонд акций. Даже если вам нужен ежегодный доход, вы окажетесь в лучшей ситуации в будущем, если будете владеть акциями, приносящими дивиденды,

и время от времени изымать нужные на жизнь суммы из основного капитала.

- Если вы непременно хотите купить государственные облигации, покупайте их напрямую в министерстве финансов и избегайте фондов облигаций, в которых вы напрасно заплатите комиссию за управление.
- Разберитесь в типах фондов акций, в которые вы инвестировали. Оценивая их деятельность, сравнивайте подобное с подобным, то есть стоимостные фонды со стоимостными. Не обвиняйте управляющего золотым фондом в том, что он не преуспел так же, как управляющий фондом акций быстрорастущих компаний.
- Лучше распределить свои денежные средства между тремя–четырьмя типами фондов акций (стоимостные, быстрорастущие и т.д.), чтобы у вас всегда были вложения, инвестированные в самый доходный сектор рынка.
- Добавляя деньги в портфель, вложите их в фонд, инвестирующий в сектор, который неприбылен на рынке в течение нескольких последних лет.
- Попытка определить фонд — победитель завтрашнего дня на основе анализа его вчерашней деятельности — занятие сложное, если не сказать безнадежное. Постоянный перенос ваших денег из одного фонда в другой — привычка, которая дорого обойдется вашему благосостоянию.