

БЕНДЖАМІН ГРЕМ

РОЗУМНИЙ ІНВЕСТОР

СТРАТЕГІЯ ВАРТІСНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

Оновлене видання

Із коментарями Джейсона Цвейґа

*Переклала з англійської
Олена Кальнова*

«НАШ ФОРМАТ» · КИЇВ · 2019

[Купити книгу на сайті kniga.biz.ua >>>](http://kniga.biz.ua)

Зміст

<i>Передмова до четвертого видання</i>	11
<i>Бенджамін Ґрем (1894–1976)</i>	12
<i>Нотатки про Бенджаміна Ґрема</i>	14
<i>Вступне слово. Яка мета цієї книги?</i>	18
Коментар до вступного слова	27
<i>Розділ 1. ІНВЕСТИЦІЇ ЧИ СПЕКУЛЯЦІЯ: ЩО ОБИРАЄ РОЗУМНИЙ ІНВЕТОР?</i>	32
Коментар до розділу 1	47
<i>Розділ 2. ІНВЕТОР ТА ІНФЛЯЦІЯ</i>	58
Коментар до розділу 2	68
<i>Розділ 3. СТОЛІТНЯ ІСТОРІЯ ФОНДОВОГО РИНКУ: КУРС АКЦІЙ НА ПОЧАТКУ 1972 РОКУ</i>	74
Коментар до розділу 3	88
<i>Розділ 4. ОСНОВИ ПОРТФЕЛЬНОЇ ПОЛІТИКИ ПАСИВНОГО ІНВЕТОРА</i>	95
Коментар до розділу 4	107
<i>Розділ 5. ПАСИВНИЙ ІНВЕТОР І ЗВИЧАЙНІ АКЦІЇ</i>	117
Коментар до розділу 5	127
<i>Розділ 6. НЕДОЛІКИ ПОРТФЕЛЬНОЇ ПОЛІТИКИ АКТИВНОГО ІНВЕТОРА</i>	136
Коментар до розділу 6	146
<i>Розділ 7. ПОРТФЕЛЬНА ПОЛІТИКА АКТИВНОГО ІНВЕТОРА: ПОЗИТИВНИЙ АСПЕКТ</i>	154
Коментар до розділу 7	176
<i>Розділ 8. ІНВЕТОР І КОЛИВАННЯ РИНКУ</i>	184
Коментар до розділу 8	206
<i>Розділ 9. ІНВЕТОР ТА ІНВЕСТИЦІЙНІ ФОНДИ</i>	219
Коментар до розділу 9	234

Передмова до четвертого видання

На початку 1950 року, коли мені було дев'ятнадцять, я прочитав перше видання цієї книги і дійшов висновку, що це найкраще з усього, що коли-небудь було написано про інвестиційну діяльність. Відтоді моя думка не змінилася.

Для того щоб усе життя провадити успішну інвестиційну діяльність, зовсім не потрібні ні надвисокий рівень IQ, ні витончені стратегії ведення бізнесу, ні володіння інсайдерською інформацією. Необхідне лише вміння ухвалювати розумні рішення та контролювати емоції, не дозволяючи їм призводити до руйнівних наслідків. У цій книзі чітко і ясно описано правильний підхід, в основі якого — емоційна дисципліна.

Якщо у своїй діяльності ви дотримуватиметеся принципів, які пропонує Грем, і керуватиметеся неоціненними порадами, викладеними в розділах 8 і 20, то ваші інвестиції дадуть чудові плоди. (А це не так просто, як може здатися). Чи вдасться вам досягти неймовірних результатів, залежатиме від ваших зусиль й інтелекту, які ви застосуєте у своїй інвестиційній діяльності, а також від коливань і примх фондового ринку, з якими ви матимете справу впродовж усієї вашої інвестиційної кар'єри. Що нелогічніше поводить себе фондовий ринок, то більше шансів мають бізнесмени-інвестори. Керуйтеся порадами Грема, і ви одержите вигоду від примх фондового ринку, а не перетворитеся на одну з них.

Для мене Бенджамін Грем — більше ніж просто автор книги чи вчитель. Він вплинув на моє життя майже так само сильно, як і мій батько. Невдовзі після його смерті в 1976 році я написав про нього короткий некролог у *Financial Analysts Journal*. Гадаю, що, читаючи цю книгу, ви оціните її якості, про які я згадав.

ВОРРЕН БАФФЕТТ

Бенджамін Грем (1894–1976)

Коли Бенжаміну Грему було майже 80 років, він сказав одному зі своїх друзів, що хотів би щодня робити «щось нерозважливе, щось творче і щось великодушне».

Така оригінальна мета свідчить про його дивовижну здатність висловлювати свої думки просто і скромно, без жодного натяку на повчання чи зарозумілість. Незважаючи на силу його ідей, він подавав їх у м'якій формі.

Читачам цього журналу не потрібно пояснювати, якими новаторськими були ідеї Грема. Дуже рідко буває так, щоб роботу вчителя не перевершили його учні чи послідовники. Але сьогодні, через 40 років після публікації книги, у якій було запропоновано системне пояснення й логічне обґрунтування такого хаотичного і плутаного виду діяльності, важко знайти можливого кандидата, який міг би зрівнятися з Гремом у сфері аналізу цінних паперів.

У галузі, в якій будь-які погляди можуть застаріти вже через кілька тижнів чи місяців після їх оприлюднення, принципи Бенжаміна Грема залишаються непорушними. Ба більше, їхня цінність зростає і стає ще очевиднішою в часи фінансових потрясінь, які руйнують інші, менш стійкі логічні структури. Його мудрі поради дають неймовірну користь тим, хто ними керується, і допомагають навіть не дуже здібним інвесторам обігнати своїх більш обдарованих колег, які припускаються помилок, дотримуючись порад яскравих і модних експертів.

Прикметно, що Грем досяг авторитету у сфері інвестиційної діяльності, не намагаючись цілеспрямовано сконцентруватися на якійсь одній меті. Його теорія, швидше, стала випадковим побічним продуктом виняткового інтелекту. Я не зустрів жодної людини з подібними розумовими здібностями. Він мав фантастичну здатність запам'ятовувати все, надзвичайно захоплювався новими знаннями і вмів застосовувати їх для розв'язання проблем, які, на перший погляд, стосувалися зовсім інших галузей. У кожному разі стежити за ходом його думок було справжньою насолодою.

Яка мета цієї книги?

Мета цієї книги — у доступній формі допомогти непрофесійним інвесторам розібратися в тонкощах інвестиційної політики і реалізувати її. У ній відносно мало інформації про техніку аналізу цінних паперів. Увагу здебільшого зацентовано на принципах інвестування та поведінки інвесторів із цінними паперами. Водночас запропоновано стисле порівняння компаній (здебільшого попарне), що стоять поруч у списку Нью-Йоркської фондової біржі. Це дасть змогу показати, на що в першу чергу повинен звертати свою увагу інвестор у виборі об'єктів для інвестування.

У книзі приділено багато уваги історичним прикладам поведінки фінансових ринків, зокрема тих, які сягають багаторічної давнини. Щоб мудро інвестувати в цінні папери, необхідно знати, що відбувається з облігаціями та акціями в різних умовах, з якими ви матимете справу у своїй практиці. Для Волл-стрит надзвичайно підходить відоме застереження Джорджа Сантаяни: «Хто не пам'ятає свого минулого, приречений пережити його знову».

Ця книга написана для інвесторів, а не для спекулянтів. І її першочергове завдання — показати принципові відмінності між першим і другим, про які часто забувають. Ця книга не про те, «як заробити мільйон». І не про те, як легко розбагатіти на Волл-стрит чи в якомусь іншому бізнесі. Мабуть, на підтвердження цих слів варто навести один повчальний у багатьох аспектах приклад із фінансової історії. У нелегкому 1929 році Джон Раскоб, широко відомий не лише на Волл-стрит, опублікував у Ladies' Home Journal* статтю «Кожен повинен бути багатим», у якій висловлював своє захоплення

* Джон Раскоб (1879–1950) був директором величезної хімічної компанії Du Pont й очолював фінансовий комітет General Motors. Крім того, був головою Демократичної партії і виступав за спорудження Empire State Building. Розрахунки професора фінансів Джереми Сірела підтверджують, що згідно з припущенням Раскоба через 20 років капітал зріс би приблизно до 9 тисяч доларів, хоча інфляція при цьому з'їла б значну частину прибутку. Докладніше з поглядами Раскоба на довгострокове інвестування можна ознайомитися в есе фінансового

капіталізмом. Його головна ідея полягала в тому, що якщо виділяти на інвестиції в надійні фінансові механізми фондового ринку всього 15 доларів на місяць і скеровувати доходи, отримані від цих інвестицій, на придбання нових цінних паперів, то, вклавши лише 3 600 доларів, через 20 років можна одержати 80 тисяч доларів. Якби фінансовий магнат з компанії General Motors мав рацію, шлях до багатства був би легкий. Та чи насправді він мав рацію? За нашими приблизними підрахунками, якби ми впродовж 1929–1948 років вкладали кошти в акції 30 компаній, які складають промисловий індекс Доу — Джонса, на початку 1949 року капітал інвестора становив би 8 500 доларів, тобто значно менше від обіцяних Раскобом 80 тисяч доларів. Це свідчить про те, що треба обережно ставитися до таких оптимістичних прогнозів й обіцянок. Та водночас слід зазначити, що реальний річний дохід від операцій з акціями впродовж 20 років перевищить 8 % річних, розрахованих за методом складних процентів. І це при тому, що на початок розрахункового періоду рівень індексу Доу — Джонса складав 300 пунктів, а на момент закінчення в 1948 році — знизився до 177. Такий приклад може стати переконливим аргументом на користь застосування стратегії, відомої як «усереднення доларової вартості», яка полягає в регулярному щомісячному придбанні надійних цінних паперів на певну суму, незалежно від того, що діється на фондовому ринку.

Ця книга не адресована ані спекулянтам, ані трейдерам. Щоб визначити слушний момент для купівлі чи продажу цінних паперів, більшість із них у своїй діяльності керуються графіками та іншими, переважно технічними, методами аналізу. Принцип, який лежить в основі майже всіх подібних методів, полягає в тому, що потрібно купувати тоді, коли ціна акцій *зростає*, і продавати тоді, коли ціна *знижується*. Цей принцип суперечить здоровому глузду ведення будь-якого бізнесу і навряд чи здатен забезпечити стабільний успіх на Волл-стріт. Проаналізувавши наш власний досвід на фондовому ринку та дослідження, які проводилися впродовж 50 років, ми можемо стверджувати, що ще не зустріли жодної людини, яка б постійно чи впродовж тривалого часу одержувала прибуток, у такий спосіб «ідучи за ринковими тенденціями». Ми переконані, що такий підхід настільки помилковий, наскільки він популярний. Пізніше ми коротко проілюструємо щойно сказане (хоча, звісно, не варто сприймати наші погляди як істину в останній інстанції) у рамках короткого аналізу відомої теорії Доу щодо торгівлі на фондовому ринку^{*}.

консультанта Вільяма Бернштейна на веб-сторінці www.efficientfrontier.com/ef/197/raskob.htm.

* Грем подає короткий огляд цього питання у двох частинах — у розділах 1 і 8. Із докладнішою інформацією про теорію Доу можна ознайомитися на веб-сторінці viking.som.yale.edu/will/dow/dowpage.html.

Інвестиції чи спекуляція: що обирає розумний інвестор?

У цьому розділі ми в загальних рисах розглянемо основні питання, які більш детально буде розкрито далі. Зокрема, зупинимося на основних принципах оптимальної портфельної політики індивідуальних непрофесійних інвесторів.

Інвестиції чи спекуляція?

Що ж ми вкладаємо в поняття «інвестор»? На сторінках нашої книги цей термін вживається як антонім до слова «спекулянт». Ще в 1934 році в підручнику під назвою «Аналіз цінних паперів»³ ми намагалися сформулювати відмінності між цими двома термінами: «Інвестиційна діяльність означає, що інвестор, спираючись на ґрунтовний аналіз, намагається не лише зберегти вкладені кошти, а й отримати прийнятний прибуток. Операції, які не відповідають цим вимогам, — спекулятивні».

Упродовж 38 років ми неухильно керувалися цим підходом. Слід зазначити, що за цей час у вживанні цього терміна сталися радикальні зміни. Після падіння фондового ринку в 1929–1932 роках, по суті, всі звичайні акції стали вважатися спекулятивним фінансовим інструментом. (Провідні фінансові аналітики рішуче заявляли, що для інвестування можна використовувати лише облігації)⁴. Тому ми змушені були захищати наш підхід від звинувачень у тому, що ми надто вільно трактуємо поняття «інвестиції».

Сьогодні нас хвилює зовсім інше. Ми хочемо застеретти читачів від застосування терміна «інвестор» до всіх без винятку і до кожного учасника фондового ринку окремо. У попередньому виданні книжки ми наводили заголовок статті, розміщеної на першій шпальті провідного фінансового журналу в 1962 році:

«ВЕДМЕЖИЙ» НАСТРІЙ ДРІБНИХ ІНВЕСТОРІВ, «КОРОТКІ» ПРОДАЖІ
НЕСТАНДАРТНИХ АКЦІЙ

У жовтні 1970 року у колонці головного редактора цього самого журналу було розкритиковано так званих безрозсудних інвесторів, які тоді кинулися купувати акції, сподіваючись на зростання їхнього курсу.

Усі ці приклади вдало демонструють, яка плутанина існувала протягом багатьох років у потрактуванні термінів «інвестиції» і «спекуляція». Згадаймо запропоноване нами визначення терміна «інвестиції», і порівняймо його із діями непрофесійних індивідуальних інвесторів, які продають кілька акцій, навіть ті, які їм не належать, із нетерпінням очікуючи, що через деякий час вони зможуть купити їх за нижчою ціною. (Зауважимо, що в 1962 році, коли з'явилася вищезгадана стаття, ринок уже пережив значний спад і навіть був готовий до підйому. Це був найгірший час для здійснення коротких продажів). У більш загальному сенсі фраза «безвідповідальні інвестори» могла б означати безглузду суперечність, щось на кшталт «марнотратний скнара», якби подібна плутанина в термінах не була такою небезпечною.

У журнальній статті в обох цих прикладах вживалося слово «інвестор», адже на жаргоні Волл-стріт кожен, хто купує чи продає цінні папери, є інвестором, незалежно від того, що він купує і з якою метою, за якою ціною і за які кошти — власні чи позичені. Порівняймо таку інтерпретацію зі ставленням широкого загалу до звичайних акцій у 1948 році, коли понад 90 % опитаних були проти того, щоб їх купувати⁵. Майже половина респондентів причиною відмови назвали «ненадійність і ризикованість», натомість решта — вказали на «недостатню обізнаність»⁶. Цікаво (хоч і не дивно), що купівлю простих акцій усіх видів загалом уважали високоспекулятивною або ризикованою справою тоді, коли вони продавалися за найбільш привабливою ціною і напередодні рекордного зростання їхнього курсу. З іншого боку, саме завдяки тому, що акції зросли до рівня, який, як показав *минулий досвід*, був небезпечним, будь-які вкладення в акції стали вважати «інвестиціями», а всіх, хто купував акції, — «інвесторами».

* Дослідження, на яке посилається Грем, проводив Мічиганський університет на замовлення Федеральної резервної системи. Його результати були опубліковані у Federal Reserve Bulletin у липні 1948 року. Тим, хто брав участь в опитуванні, ставили таке питання: «Припустімо, людина вирішує не витратити свої гроші. Вона може віднести їх у банк, вкласти в облігації або ж інвестувати. Як ви гадаєте, що в наш час найрозумніше — покласти в банк, купити на них облігації, інвестувати в нерухомість чи купити на них звичайні акції?». Лише 4 % припустили, що звичайні акції дадуть «задовільну» дохідність, 26 % розцінювали такі інвестиції як «небезпечні» чи «ризиковані». Із 1949 до 1959 року на фондовому ринку спостерігався найвищий за десять років рівень дохідності — у середньому 18,7 % річних. Як чудове відлуння, наприкінці 2002 року схоже опитування провів журнал BusinessWeek. Згідно з ним лише 24 % інвесторів виявили бажання збільшити інвестиції в паї взаємних інвестиційних фондів чи у власні портфелі акцій; три роки тому таке бажання висловили 47 % опитаних.

Коментар до розділу 1

Усі нещастя людини – від того, що вона не може спокійно сидіти вдома.

Блез Паскаль

Як ви думаєте, чому брокери Нью-Йоркської фондової біржі завжди радіють, коли чують дзвоник, що сповіщає про завершення торгів, незалежно від того, як саме вони минули? Усе тому, що працюючи на вас, саме вони заробляють гроші, незважаючи на те, заробили ви, чи ні. Адже коли ви спекулюєте замість того, щоб інвестувати, то знижуєте свої шанси на отримання прибутку і сприяєте збагаченню брокерів.

Ґрем дає доволі чітке визначення поняттю «інвестування»: «Інвестиції – це операції, мета яких полягає в тому, щоб на основі ретельного аналізу ситуації зберегти вкладені кошти й отримати адекватну дохідність». Звернімо увагу на те, що за Ґремом інвестування однаково складається з трьох елементів:

- перш ніж купувати акції компанії, потрібно ретельно проаналізувати стан її справ й основну діяльність;
- необхідно свідомо підійти до захисту від імовірних втрат;
- треба прагнути «адекватної», а не надмірної дохідності.

Інвестор вираховує ціну акцій, виходячи з вартості компанії. Спекулянт робить ставку на те, що ціна на акції зростатиме, бо хтось інший заплатить за них більше. Як колись зазначив Ґрем, інвестор оцінює «ринкову ціну за встановленими стандартами вартості», тоді як спекулянт «оцінює [свої] стандарти вартості за

* Ґрем навіть іде далі, деталізуючи кожен ключовий термін у своєму визначенні: «ретельний аналіз» означає «вивчення фактів у межах усталених стандартів безпеки і вартості», тоді як «збереження вкладеного капіталу» – «захист від втрат за всіх нормальних або прийнятних умов чи варіацій»; під «адекватною» (або «задовільною») результативністю мається на увазі «будь-яка ставка або розмір прибутку (хай якою низькою вона не була б), які інвестор хоче отримати, за умови якщо він діє розважливо» (*Security Analysis*, 1934 ed., pp. 55–56).

ринковою ціною». Адже для спекулянта нестримний потік котирування акцій — наче кисень: щойно його перекриють — він помре. Натомість для інвестора ринкова ціна акцій, або, як її називає Грем, «котирувальна» вартість, не така важлива. Грем наполегливо закликає нас інвестувати лише в тому разі, якщо вам буде комфортно володіти акціями, навіть якщо ви і гадки не матимете про її курс станом на конкретний день».

Спекулятивна діяльність на фондовому ринку може бути так само захопливою, як азартна гра в казино чи ставки на кінних перегонах, і навіть винагороджуватися (якщо вам пощастить). Але це найгірший із можливих способів розбагатіти. А все тому, що на Волл-стрит, так само як у гральних будинках Лас-Вегасу чи на іподромах, шанси відкалібровуються таким чином, що в плюсі завжди лишається заклад, а не гравець, який хоче обійти його у своїй спекулятивній грі.

З іншого боку, *інвестування* — це унікальна азартна гра, у яку ви не можете програти, доки граєте суто за правилами, які дозволяють використовувати всі зміни на фондовому ринку на вашу користь. *Інвестори* заробляють гроші самі для себе, тоді як *спекулянти* — для своїх брокерів. І все це, відповідно, пояснює, чому Волл-стрит завжди недооцінює інвесторів і звеличує спекулянтів.

ПЕРЕВИЩУВАТИ ШВИДКІСТЬ НЕБЕЗПЕЧНО

Грем попереджає, що не слід ні в якому разі плутати спекуляцію з інвестуванням. У 1990-х роках така плутанина призвела до масових втрат на фондовому ринку. Здавалося, що майже в усіх водночас урвався терпець, і Сполучені Штати перетворилися на «націю спекулянтів», заселену трейдерами, які стрибають з акції на акцію, наче коники під час серпневого сінокошу.

Люди почали вірити: якщо той чи інший метод інвестування «працює», отже він «правильний». Ті, кому впродовж певного часу вдавалося отримувати прибуток, вищий за середній на ринку, хай яка небезпечна чи нерозумна була їхня тактика, вихваляються, що вони «мають рацію». Однак розумний інвестор не зацікавлений у тому, щоб «мати рацію» в короткостроковій перспективі. Щоб утілити свої довгострокові фінансові цілі, необхідно мати рацію стабільно і завжди. Здавалося, методи, які набули надзвичайної популярності на фондовому ринку в 1990-х роках, — дейтрейдинг, відмова від диверсифікації, переміщення коштів у «гарячі» інвестиційні фонди і використання різних «систем» вибору акцій — працювали доволі успішно. Але в довготерміновій перспективі в них не було жодних шансів, бо вони не відповідали жодному з трьох критеріїв Грема, які дозволяють відрізнити інвестування від спекуляції.

* *Security Analysis*, 1934 ed., p. 310.

** Під час одного зі своїх інтерв'ю Грем радив: «Запитайте в себе: якщо ці акції не мають попиту, чи хотіли б ви інвестувати в цю компанію на таких умовах?». (*Forbes*, January 1, 1972, p. 90).

Інвестор та інфляція

За останні роки питання інфляції і боротьби з нею набуло широкої популярності в суспільстві. Зниження купівельної спроможності долара в минулому й особливо побоювання (а для спекулянтів — надія) щодо серйозного майбутнього економічного спаду істотно вплинули на дії учасників фондового ринку. Зрозуміло, що ті, хто володіють облігаціями, постраждають від здорожчання вартості життя: інфляції з'їсть як відсотковий дохід, так номінальну вартість облігацій, отримувану під час погашення. Натомість у власників акцій навпаки є шанс, що зменшення купівельної спроможності долара певною мірою буде компенсоване зростанням розміру дивідендів і курсу акцій.

На підставі цих незаперечних фактів більшість фінансових експертів дійшла висновку, що (1) облігації — не найвдаліший об'єкт для інвестування й (2) інвестувати краще не в облігації, а у звичайні акції. Нам навіть відомі випадки, коли благодійним організаціям радили включати до своїх інвестиційних портфельів 100 % акцій і взагалі відмовитися від облігацій*. Така порада суперечить практиці минулих років, коли кошти, які перебували в довірчому управлінні, за законом потрібно було вкладати в першокласні облігації (і лише незначну їх кількість вкладали в привілейовані акції).

Наші читачі достатньо кмітливі, щоб зрозуміти, що *за будь-яких умов* акції навіть найвищої якості не можуть бути кращими за облігації — хоч би

* Наприкінці 1990-х років ця порада, яку цілком можна застосувати до установ і благодійних фондів з практично безкінечним інвестиційним горизонтом, почала поширюватися і на окремих інвесторів, чий ресурс обмежений. У праці «Довгострокові інвестиції в акції» [Stocks for the Long Run], яка вийшла друком у 1994 році, Джереми Сітел, професор фінансів із Вортонської школи бізнесу, порекомендував схильним до ризику інвесторам використовувати метод маржинальної торгівлі, додатково беручи понад третину від обсягу власного капіталу, щоб перевести 135 % своїх активів в акції. Цього принципу дотримувались навіть представники державних організацій: у лютому 1999 року державний скарбничий штату Мерленд Річард Діксон, виступаючи на конференції, заявив: «Я не бачу жодного сенсу вкладати свої гроші в облігації».

й на піку зростання ринку або за нижчої поточної дивідендної дохідності акцій порівняно з дохідністю облігацій. Це твердження так само абсурдне, як і протилежна, надто популярна в останні роки думка, що облігації надійніші за акції. У цьому розділі ми спробуємо всебічно проаналізувати фактор інфляції для того, щоб зробити висновок, якою ж мірою майбутні інфляційні очікування можуть вплинути на поведінку інвестора.

Тут, як і в більшості інших фінансових питань, ми повинні розглядати майбутню політику, спираючись на минулий досвід. Чи можна вважати інфляцію чимось новим для нашої країни, принаймні в такій серйозній формі, якої вона набула, починаючи з 1965 року? Чи спостерігали ми колись подібну (чи й гіршу) інфляцію та які уроки можна взяти з цього в умовах сьогоденної інфляції? Розглянемо табл. 2.1, у якій стисло представлено історичні зміни загального рівня цін, а також відповідні зміни прибутку і ринкової вартості звичайних акцій. Інформація охоплює 55 років із п'ятирічним інтервалом, починаючи з 1915 року. (Замість даних за 1945 рік ми використали дані за 1946 рік, оскільки до того продовжував діяти контроль за цінами, встановлений під час Другої світової війни).

Перше, що ми помітили, це те, що в минулому в США спостерігалася інфляція, і доволі суттєва. Найвідчутнішою вона була впродовж 1915–1920 років, коли вартість прожиття зросла майже вдвічі. Ці показники можна порівняти з 15-відсотковою інфляцією 1965–1970 років. У цьому проміжку відбулося три періоди зниження цін і шість періодів їх зростання — різні за своїм рівнем, деякі зовсім незначні. Керуючись цією інформацією, інвестор повинен зробити висновки, яким, швидше за все, буде рівень майбутньої інфляції.

Чи можемо ми передбачити ймовірні темпи інфляції? Таблиця не дає чіткої відповіді на це питання. Вона демонструє найрізноманітніші варіанти цінової динаміки. Проте було б доцільно спробувати зробити прогнози, використовуючи дані про інфляцію за останні стабільні 20 років. Середньорічний рівень зростання споживчих цін упродовж цього періоду становив 2,5 %, тоді як протягом 1965–1970 років — 4,5 %, і лише за 1970 рік ціни підвищились на 5,4 %.

Офіційна політика виступає проти масштабної інфляції, тож існують причини вірити в те, що в майбутньому вона буде ефективнішою, ніж у попередні роки*. З огляду на це, вважаємо, що інвестор здатен спрогнозувати *ймовірний* (проте не точний) рівень майбутньої інфляції, скажімо, у 3 % річних. (Його можна порівняти з річним рівнем інфляції в розмірі 2,5 % упродовж усього періоду 1915–1970 років)⁸.

* Це одне з небагатьох помилкових суджень Грема. У 1973 році, лише через два роки після встановлення президентом Річардом Ніксоном контролю за рівнем заробітної плати і цін, інфляція сягнула 8,7 %, найвищої від кінця Другої світової війни позначки. Десятиліття із 1973 до 1982 року було періодом найвищої інфляції в історії сучасної Америки: вартість життя тоді зросла майже вдвічі.

Коментар до розділу 2

Американці стають сильнішими. Двадцять років тому потрібно було двоє, щоб донести сумку з харчами вартістю в 10 доларів. Сьогодні з цим може впоратись і п'ятирічна дитина.

Генні Янгмен

Інфляція? Та кого це хвилює!

Зрештою щорічний приріст вартості товарів і послуг у період із 1997 до 2002 року становив менше 2,2 %, однак економісти впевнені, що навіть і цей низький показник дуже перебільшено*. (Подумайте, як, наприклад, упали ціни на комп'ютери та побутову техніку і як зросла якість багатьох товарів; це означає, що за свої гроші споживачі отримують кращу якість). Останнім часом річний рівень інфляції в США становив близько 1 % — такий незначний показник змусив багатьох експертів стверджувати, що «інфляція померла»**.

ІЛЮЗІЯ ГРОШЕЙ

Є ще одна причина, чому інвестори ігнорують важливість інфляції: це те, що психологи називають «ілюзією грошей». Якщо вам підвищать зарплату на 2 % на рік,

* Бюро статистики праці США, яке розраховує індекс споживчих цін, що є показником інфляції, подає інформацію на корисному веб-сайті: www.bls.gov/cpi/home.htm.

** Зі жвавою дискусією, чи «вмерла інфляція», можна ознайомитися на сайті www.pbs.org/newshour/bb/economy/july-dec97/inflation_12-16.html. Економісти з Комісії Боскіна, яким уряд у 1996 році доручив перевірити точність офіційного рівня інфляції, дійшли висновку, що він завищений, часто на 2 процентні пункти на рік. Зі звітом комісії можна ознайомитися за покликанням: www.ssa.gov/history/reports/boskinrpt.html. Багато експертів з інвестицій зараз вважають, що дефляція, або, іншими словами, падіння цін, — це навіть більша загроза, ніж інфляція. Найкращий спосіб уникнути цього ризику — включити облігації як постійний компонент до вашого інвестиційного портфеля. (Див. коментар до розділу 4).

коли рівень інфляції становить 4 %, то ви, майже напевно, почуватиметеся краще, ніж якби вашу зарплату врізали на 2 % за нульової інфляції. Проте в обох випадках ваші статки знижуються на 2 %. Поки *номінальна* (або абсолютна) різниця позитивна, ми сприймаємо це як добрий знак, навіть якщо *реальний* (або з урахуванням інфляції) результат — від'ємний. І будь-які зміни у вашій зарплаті більш очевидні і специфічні, ніж загальні зміни цін у цілому в економіці. Так само й інвестори були раді заробити 11 % за банківськими депозитними сертифікатами в 1980 році і гірко розчарувалися, заробивши лише 2 % у 2003 році, хоча через інфляцію в першому випадку вони зазнавали збитків, а в останньому — лишилися в плюсі. Номінальну ставку, завдяки якій ми заробляємо, друкують в оголошеннях і виставляють на вікнах банків, і коли ми бачимо великі цифри, то радіємо. Але великий відсоток таємно з'їдає інфляція. Рекламні оголошення про неї мовчать — на відміну від наших гаманців. Ось чому інфляцію легко не помітити і так важливо вимірювати ваш інвестиційний успіх не лише тим, що ви заробляєте, а й тим, що залишається після вирахування інфляції.

Ба більше, розумний інвестор повинен завжди бути на сторожі всього неочікуваного і недооціненого. Є три причини, щоб переконатися в тому, що «інфляція не вмерла»:

- Ще в 1973–1982 роках Сполучені Штати пережили найтяжчі у своїй історії стрибки інфляції. Згідно з даними індексу споживчих цін у той період ціни зросли майже вдвічі, тобто підвищувались майже на 9 % щороку. Лише в 1979 році інфляція вирувала на рівні 13,3 %, паралізуючи економіку і спричинивши те, що стало відоме як «стагнація» і змусило багатьох аналітиків порушити питання, чи зможе Америка конкурувати на міжнародному ринку. Ціна товарів і послуг, які коштували 100 доларів на початку 1973 року, наприкінці 1982 року зросла до 230 доларів, знижуючи вартість долара не менше ніж на 45 центів. Жоден, хто пережив це, не глузуватиме з такого руйнування багатства. Жодна, навіть обачлива людина, не може бути захищена від ризику, який може повторитися знову.
- Із 1960 року 69 % країн світу, орієнтованих на ринкову економіку, пережили щонайменше рік, коли інфляція зросла до середньорічної ставки в понад 25 %. У ці періоди інфляції в середньому було знищено 53 % купівельної спроможності інвестора^{***}. Тільки несповна розуму не сподівався б

* Докладніше поведінкову пастку описано в: Eldar Shafir, Peter Diamond, and Amos Tversky, "Money Illusion", in Daniel Kahneman and Amos Tversky, eds., *Choices, Values, and Frames* (Cambridge University Press, 2000), pp. 335–355.

** У 1979 році президент Джиммі Картер виголосив свою відому промову «про національне нездужання», у якій він попереджав про «кризу довіри», що «вразила серце, душу і дух національної волі» і «погрожує зруйнувати соціальний і політичний устрій Америки».

*** Див.: Stanley Fischer, Ratna Sahay, and Carlos A. Vegh, «Modern Hyperand High Inflation», National Bureau of Economic Research, Working Paper 8930, at www.nber.org/papers/w8930.

на те, що Америка якимось чином уникне такої катастрофи. І ще божевільніший був би переконаний у тому, що цього більше ніколи не станеться*.

- Зростання цін дозволило Дядечкові Сему виплатити борги доларами, які знецінилися через інфляцію. Цілковите викорінення інфляції суперечить економічним інтересам будь-якого уряду, який регулярно бере гроші в борг**.

НЕПОВНИЙ ЗАХИСТ

Що ж у такому разі може зробити розумний інвестор, щоб захиститися від інфляції? Стандартна відповідь: «Купувати акції». Але, як часто буває, це не зовсім так.

На рис. 2.1 показано взаємозв'язок між інфляцією й курсом акцій у 1926–2002 роках.

Як бачимо, у роки, коли ціни на споживчі товари і послуги падали (що зображено в лівій ділянці графіка), дохідність акцій була жахливою — із втратою ринкової вартості до 43 %***. Коли рівень інфляції зріс до 6 %, як у роки, представлені в правій частині графіка, дохідність від акцій також була низькою. Фондовий ринок втрачав гроші впродовж 8 із 14 років, коли рівень інфляції перевищив 6 %; середній дохід упродовж цих 14 років становив мізерні 2,6 %.

У той час як помірний рівень інфляції дозволяє компаніям перекласти збільшені витрати на придбання сировини на клієнтів, високий рівень інфляції призводить до розрухи, змушуючи клієнтів обмежити свої покупки і зменшити активність в економіці.

Історія доводить: з моменту появи точних зведень біржового ринку в 1926 році було 64 п'ятирічні періоди: 1926–1930, 1927–1931, 1928–1932 і так до 1998–2002 років. У 50 із цих 64 п'ятирічних періодів (або в 78 % випадків) курс акцій випереджав рівень інфляції****. Дані вражають, проте не все так просто. Кожна п'ята акція постраждала від інфляції.

* Насправді в США були два періоди гіперінфляції. Під час американської революції ціни щороку практично потроювалися впродовж 1777–1779 років, коли півкіло масла коштувало 12 доларів, а ціна на діжку борошна в революційному Массачусетсі сягала 1 600 доларів. Під час Громадянської війни річний рівень інфляції становив 29 % на Півночі і майже 200 % у конфедерації. А в 1946 році рівень інфляції в США дорівнював 18,1 %.

** Я зобов'язаний Лоуренсу Сігелу з Фонду Форда за його цинічний, але точний погляд. І навпаки — в часи дефляції (або постійного падіння цін) вигідніше бути кредитором, ніж позичальником, саме тому більшість інвесторів повинні утримувати принаймні незначну частину своїх активів в облігаціях — як форму страхування від дефляції цін.

*** Коли інфляція від'ємна, вона має технічну назву «дефляція». Ситуація, коли регулярно знижуються ціни, може здатися привабливою, поки не згадаємо випадок, що стався в Японії. Із 1989 року в Японії почали падати ціни: щороку знижувалися ціни на нерухомість й акції на фондовому ринку. Це стало безжалісним випробуванням для другої у світі за величиною економіки.

**** Ibbotson Associates, *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation, 2003 Handbook* (Ibbotson Associates, Chicago, 2003), Table 2-8. Така сама ситуація спостерігалась і за межами США — у Бельгії,