

"РЕВОЛЬВЕР" НА РАДИО FINAM 99,6 FM
ПРОГРАММА СЕРГЕЯ ХЕСТАНОВА "РЕВОЛЬВЕР" НА РАДИО FINAM 99,6 FM 05.02.2014

Разговор об инвестировании в иностранные акции.

ХЕСТАНОВ: Здравствуйте, уважаемые слушатели. В эфире программа «Револьвер». Я – ее ведущий, Сергей Хестанов.

Сегодня у нас в гостях Елена Чиркова, доцент Высшей школы экономики. Елена пять лет проработала в «Тройке Диалог», пять лет – в известной аудиторской фирме из «большой четверки», в «Deloitte», и два года – в представительстве «Инвестиционного банка Ротшильда». Автор нескольких книг. Те люди, которые интересуются рынком, наверняка читали и пользуются такой книгой «Как оценить бизнес по аналогии». На мой взгляд, это лучшая книга на русском языке об оценке компаний. Кстати, огромное достоинство книги в том, что написана русским и для русских, с одной стороны, а с другой стороны, книга небольшая по объему, но в то же время, в отличие от других, не скатывающаяся в профанацию в освещении вопросов.

ЧИРКОВА: Спасибо.

ХЕСТАНОВ: Соответственно, поговорим сегодня с Еленой о следующем вопросе. Девальвация с начала года достигла 7% по доллару. И по евро, и по доллару поставлены исторические рекорды, что беспокоит многих россиян, поскольку у всех четкое ощущение, что рост доллара однозначно говорит о том, что в экономике назревают проблемы.

Сегодня на валютном рынке некоторый откат, рубль отыграл часть своего падения. Но рано или поздно свистопляска на валютном рынке утихнет, и перед людьми возникнет вопрос: а во что, собственно говоря, вкладывать деньги? Потому что уйти в валюту на некоторое время неплохое решение. Когда действительно в экономике происходит катаклизм, это логично. Но понятно, что просто хранить деньги в виде валюты – это не самое рациональное решение. И сегодня мы с Еленой поговорим о том, какие существуют варианты.

Естественно, начнем рассмотрение с акций, но уделим больше внимания не российским акциям, потому что о российских акциях говорят многие, а рынкам акций разных стран, в том числе, стран с валютой, отличной от рубля. Речь пойдет не о Казахстане, а именно о зарубежных рынках.

Соответственно, Елена, вам слово, давайте обсудим эту тему.

ЧИРКОВА: Добрый день. Добрый вечер, точнее, здравствуйте. Я хотела, в общем-то, отнестись к тому, что вы сказали, к тому, что уход в валюту – это временное решение. Я недавно только видела новости по одному деловому каналу, где было сказано, что если вы храните 100 тысяч евро, то вы за январь, февраль заработали 300 тысяч рублей. На самом деле, мне это кажется смешным, потому что если вы храните в евро, вы мыслите в евро, вам нужна евровая доходность, а совершенно не рублевая.

ХЕСТАНОВ: Ну, на обывательском уровне, в общем-то, вполне нормальное решение, с точки зрения простого человека, который меряет в рублях.

ЧИРКОВА: Простого человека, у которого завалилось в кубышке 100 тысяч евро, да?

Я хотела сказать, что в мире признано, что единственным финансовым инструментом, по-крупному, не берем какие-то экзотические инструменты, но если мы сравниваем три – облигации, акции и недвижимость – единственным инструментом, который страхует от инфляции и дает относительно неплохую доходность в реальном выражении (в реальном выражении – это после инфляции), являются акции.

Недвижимость в целом по миру в лучшем случае покрывает инфляцию, спасает от инфляции, может быть, дает 1%. Чтобы она давала больше, это нужно оказаться в правильном месте, как говорят, в нужное время. Даже, скажем, Манхэттен нашумевший, который все знают, и Деловой центр, он не является таким правильным местом. Было посчитано, классический пример, что если бы мы инвестировали под 8% те деньги, которые можно было выручить за бусы, на которые у индейцев купили Манхэттен, то сумма сейчас во много-много превышала бы всю стоимость земли на Манхэттене и всей недвижимости.

ХЕСТАНОВ: Вот случай с Манхэттеном, который был куплен у индейцев за бусы небольшой стоимости, активно муссировался советской пропагандой. Те, кто учились в те времена, помнят, как отечественная историография говорила, что как злобные колонисты у бедненьких индейцев, соответственно, Манхэттен-то купили.

ЧИРКОВА: А вот я не помню.

ХЕСТАНОВ: А я помню четко.

ЧИРКОВА: Я в те времена училась, но не помню. Если говорить об облигациях, очень коротко, они в лучшем случае страхуют от инфляции, во всяком случае, американского рынка. И только акции приносят реальную доходность высокую, если мерить на длительных интервалах. Эта доходность, есть очень много исследований на очень длинных интервалах с 1870 года как минимум для Штатов, для американского рынка составляет около 9% в год в номинальном выражении. Поскольку на очень длинном интервале в Штатах очень низкая инфляция официальная, она порядка 2% с небольшим, то это дает 6,5% в реальном выражении, это очень много.

Естественно, у ученых и у инвесторов возникает вопрос, а много это или нет. Кажется, что много. Этот вопрос крайне важен, потому что он, по сути дела, тавтологичен другому вопросу: а можем ли мы экстраполировать эту доходность? Потому что если много, то не можем, а если не очень много, то можем.

ХЕСТАНОВ: Вопрос на самом деле дискуссионный и достаточно философский. Действительно, если шире его поставить, в какой мере прошлые успехи можно экстраполировать на будущее? В отношении акций есть небольшая доля оптимизма, как ни странно. Дело в том, что если бы классические акции на длинных временных промежутках, естественно, в стабильных странах (потому что отдельная песня – это нестабильность режимов) не будут давать доход выше реальной инфляции (не официальной, а реальной инфляции), то это поставит под вопрос существование классического капитализма. Правильно? Поскольку

классический капитализм, при всех его недостатках, все-таки это тот политический строй, где уровень жизни у людей, как правило, достаточно высокий.

Это наводит на мысль, что эта тенденция, а именно высокая, относительно высокая положительная доходность на больших временных интервалах, в обозримом будущем (я уж не знаю, что там через столетие будет), скорее всего, этот оптимизм сохранится.

ЧИРКОВА: Да, но есть и еще масса аргументов в пользу того, что она сохранится (я, кстати, сторонник этой точки зрения, что она сохранится), я приведу главный.

Главный аргумент заключается в том, что, да, она гораздо выше, чем доходность облигаций, хотя, казалось бы, она должна понизиться. Но на самом деле, чтобы заработать эту доходность, инвестор должен сидеть в акциях очень длительное время. Я все время, наверное, раз пять повторила «на длительном промежутке времени», это практически ключевая фраза.

ХЕСТАНОВ: Тут есть лукавство. Как говорил (могу немножко исказить, поправьте), по-моему, лорд Кейнс, он говорит: «В долгосрочной перспективе мы все покойники».

ЧИРКОВА: Да, вот именно по этой причине, что долгосрочной перспективе, или, как говорил мой бывший босс, когда я работала в «Тройке Диалог»: «Терпеть не могу проекты, срок окупаемости которых превышает ожидаемый срок моей жизни».

Действительно, если мы посмотрим, даже очень большая турбулентность, она характерна даже для американского рынка акций. Старый классический пример. Если вы вложились в кризис на пике пузыря 1929 года и потом попали, сидели в акциях во время Великой депрессии, то вы тогда получили ту же стоимость своих акций, если это рынок в среднем. Рынок достиг того же уровня, что и в 1929 году, в 1953 году, это было номинальное выражение, а в реальном он в 1953 году составлял только две трети.

ХЕСТАНОВ: Очень, кстати, драматичный пример. Я тоже любитель истории. И этот пример ярко иллюстрирует, что бывает, если вложиться на пике рынка. Потому что перед великой депрессией фондовый рынок продемонстрировал недюжинный рост, очень динамичный, гораздо быстрее, чем он рос до этого, и соответственно, те, кто умудрился сформировать портфель наверху, они ждали почти 25 лет.

ЧИРКОВА: Да. Я хотела бы сказать, что есть и свежие примеры. Например, 1973 год – это пик фондового рынка в Штатах, и начинается затяжной кризис. Очень много причин. Это война во Вьетнаме, которая началась, конечно, гораздо раньше, как мы помним, все ожидали, что она закончится, она не заканчивалась и не заканчивалась, и последствия ее, и экономические в том числе, были ужасные. Плюс «Уотергейт», плюс нефтяной кризис 1973 года, который вызвал еще двухзначную инфляцию на протяжении (это очень много для американского рынка) десятка лет.

Соответственно, что мы имели? К 1982 году индекс Dow Jones в реальном выражении потерял в два раза, потому что он был на уровне 1966 года.

Соответственно, потери с 1966 года в два раза на очень длинном интервале, и только потом начал отыгрывать.

ХЕСТАНОВ: Американский рынок от нас далеко. Приведу пример из собственного опыта и рынка российского, более ближней перспективы. Сейчас уже прошло много лет, поэтому я могу легко над самим собой шутить, но я сам имел неосторожность в 1997 году сформировать довольно большой инвестиционный портфель, вовремя его не сократил, и соответственно, почти пять лет сам себе на ночь читал своеобразную молитву: «Рынок 300 лет растет» – и так далее. Сейчас, поскольку это все закончилось хеппи-эндом, я дождался роста, довольно нормально заработал, но психологически ситуация, когда инвестор вложился в акции, а акции падают, создает сильнейшее психологическое давление.

В этих условиях многие люди не выдерживают и продают свои вложения. Причем по закону подлости многие продают тогда, когда рынок, как раз не очень далек от пресловутого дна, и потом с тоской наблюдают, как то, что они дешево продали, выросло в два, в три, по некоторым бумагам даже в десять раз. Поэтому действительно такое бывает.

Один из секретов успешного долгосрочного инвестирования на любом рынке заключается в том, что хотя уловить самый пик и самое дно рынка довольно тяжело (там есть определенные факторы, но вот самую верхушку и самое дно, конечно, тяжело поймать), но если хотя бы не сформировать свой портфель на вершине, то, в принципе, долгосрочное инвестирование – неплохая идея.

ЧИРКОВА: Да. Вот чтобы закончить мою мысль, мы действительно должны иметь горизонт лет десять или лучше двадцать. Инвестировать, по крайней мере, в Штатах начинают люди в зрелом возрасте в акции, потому что мало таких, кто играет на последнее, не имея ни квартиры, не имея дома. Это, как правило, люди в зрелом возрасте, которые понимают, что инвестировать, для того чтобы хорошо жить на пенсии. Когда они становятся пенсионерами, они начинают деньги вынимать, и у них нет этого горизонта.

Многие ученые объясняют этим конфликтом, тем, что нужно иметь длинный горизонт (но, как правило, у инвесторов его нет), и вот эту высокую доходность. Это позволяет нам думать, что она на самом деле сохранится в будущем.

Уоррен Баффет говорил, у него есть, кстати, гениальная фраза насчет истории тоже, что если бы история влияла, то самыми богатыми людьми были бы библиотекари. Это, пожалуй, единственное, в чем я с ним не согласна. Она, конечно, не так влияет сильно, но хорошо ее знать и извлекать уроки.

ХЕСТАНОВ: Баффет – уважаемый человек, но к вопросу о том, что многие начинают инвестировать только в зрелом возрасте, забавно. Один мой знакомый, который с 70-х годов живет в США, уехав туда в свое время по еврейской линии, рассказывает, что традиционно на 13-летие, когда праздник такой бывает, как раз у евреев принято дарить пакеты акций, и, судя по всему, это неспроста.

ЧИРКОВА: Баффет тоже дарил пакеты акций своей дочери, которая продала, купила машинку, потом они выросли в десять раз, она очень жалела. И он так, в общем, и не приучил их держать эти акции долго.

ХЕСТАНОВ: Ну, дети вообще, к сожалению, не часто идут по стопам своих родителей. Единичные случаи можно привести, когда бы ребенок во многом наследовал не только способности общие, но и род занятий своего родителя.

ЧИРКОВА: Ну, я думаю, что важные аргументы в пользу того, что это акции, я привела.

Теперь следующий вопрос, который у нас возникает, какие акции. Я бы сразу сказала, что это не Россия. Есть масса общих и частных причин.

Частная причина – можно очень коротко сослаться на того же Баффета. У нас одно время муссировали слухи, что он будет вкладываться в ММВБ, когда она станет публичной. Меня всегда это удивляло, потому что за пару лет до этого, до первичного размещения в ММВБ, он написал в годовом отчете, что «я никогда не вкладываю в страны, где у власти клептократы». В принципе, это причина, чтобы не инвестировать в Россию.

Но есть и более общая причина, мы даже не будем выделять Россию, а просто классифицируем нашу страну как развивающийся фондовый рынок: известно также из западных исследований, что развивающиеся фондовые рынки в среднем на длинном интервале не дают хороших результатов. Они могут давать блестящие результаты, но опять нужно оказаться в правильном месте в правильное время.

Я могу привести пример выдающихся результатов – это филиппинский рынок в середине 90-х, который вырос в 14 раз, или рынок Перу в начале 90-х, который вырос в восемь раз. Но если вы посмотрите и на негативные прецеденты, то их наберется великое множество. В Перу тот же фондовый рынок закрывался два раза – в 50-х и в 70-х годах. Причем вот эти коллапсы рынков, их закрытие людьми, которые пришли к власти, которые ничего в этом не понимают, или их умирание, потому что никому не интересно инвестирование, это очень частые прецеденты.

Или война случилась. Например, Сальвадор Альенде закрывал фондовый рынок, и его спас Пиночет, причем рынок это предсказал: он очень сильно падал к моменту прихода к власти Альенде. Как я сказала, в Перу он закрывался дважды, причем не было ни войны, и даже не было прихода к власти социалистов, просто был приход к власти некомпетентных правительств.

В Ливане – это была война, это был процветающий фондовый рынок, старейшая биржа. Это война 80-х годов, Кувейт, когда на него напал Ирак. Таких примеров на самом деле масса.

Можно сказать, что такие страны, например, как Колумбия, Уругвай, Венесуэла, Мексика, Малайзия, они числились среди перспективных рынков в 20-е годы XX века, и сейчас они либо там же, либо хуже: Венесуэла уже не числится таковым. И все эти рынки дали инвесторам на длинном интервале очень длинную доходность, очень низкую доходность, в основном, нулевую, нулевую или минус.

Ученые вывели общий принцип, исследовав доходность почти всех рынков, которые вообще существовали когда-либо на Земле, начиная с

XIX века. У них получилось, что нормальную доходность дает только один тип рынка – это страна, в которой не было войны, в которой не было гражданской войны, в которой не велись военные действия третьими странами, которая не была никогда оккупирована, в которой никогда не было гиперинфляции, и в которой не было прихода к власти некомпетентных правительств. Все правительства социалистической ориентации, в общем, относятся к некомпетентным.

В частности, действительно в 60-е годы XX века рынок Египта, фондовый рынок, был очень развит. Каирская биржа, которая до этого слилась с Александрийской, была одной из крупнейших бирж в мире, она была четвертой по капитализации.

ХЕСТАНОВ: Сейчас это выглядит достаточно фантастично.

ЧИРКОВА: Фантастически выглядит.

ХЕСТАНОВ: Совершенно фантастически.

ЧИРКОВА: Я когда прочитала, я искала всякие подтверждения, трудно поверить, но это из очень серьезных источников, она была четвертая в мире. Англичане оставили Египту очень развитый фондовый рынок и биржу, и Насер его закрыл.

ХЕСТАНОВ: Вот относительно Насера. Просто сейчас, может быть, не все наши слушатели помнят эту политическую фигуру. Это был очень неординарный человек, принимавший в чем-то волюнтаристические решения, и о нем поэты-шестидесятники оставили шикарную эпиграмму, благодаря которой многие его помнят: «Лежит на пляже кверху пузом полуфашист, полуэсер, герой Советского Союза Абдель Гамаль на всех Насер».

ЧИРКОВА: Это сказала не я.

ХЕСТАНОВ: Это эпиграмма Валентина Гафта, а Владимир Высоцкий даже сочинил песню об этом событии, что у нас был такой период сильной дружбы с Египтом, и Насер получил орден Героя Советского Союза, что вызвало возмущение у многих орденосцев. И Владимир Высоцкий даже написал песню: «Отберите орден у Насера, не подходит к ордену Насер». Был такой зигзаг в нашей политике.

ЧИРКОВА: Ну, и последний развивающийся рынок, про который я хотела немножко сказать, это все-таки аргентинский. Чем хорош этот пример? Аргентинский рынок был закрыт в 1965 году, как я сказала.

Первое – без причины, просто очень плохое состояние экономики и гиперинфляция, и в результате никакого интереса акциям. Я на самом деле не исключаю это для каждого рынка, что просто пропадает интерес к акциям вообще.

Второе. Аргентина примечательна тем, что закрыт он был десять лет. И потом, когда он открылся в 1975 году, на протяжении 20 лет там была огромная доходность, там было 27% в долларовом выражении ежегодно на протяжении 20 лет, которые не компенсировали то падение, то умирание рынка в 1965-м. И в итоге, если вы посмотрите за время существования биржи, то, в общем, мы получаем минус.

ХЕСТАНОВ: Как я понял из того, что вы нам сообщили, с одной стороны, развивающиеся рынки обладают большой перспективой, с другой, на любом развивающемся рынке присутствует риск, в основном,

политического характера: либо военные действия, либо социалисты, либо некомпетентное правительство – все это может привести к тому, что процветающий фондовый рынок... Представляете, египетский рынок, четвертый в мире по оборотам.

ЧИРКОВА: Да, даже процветающий, не говоря об украинском.

ХЕСТАНОВ: Это фантастические цифры просто.

ЧИРКОВА: Риски политического характера, которые, надо сказать, ведут к экономической турбулентности.

ХЕСТАНОВ: Соответственно, с точки зрения разумных инвестиций необходимо подбирать рынки, где этот вид рисков как минимум сведен к минимуму. Соответственно, мы постепенно приближаемся к рекламе. После рекламы мы продолжим разговор, уже более конкретно рассмотрим отдельные рынки.

Я призываю слушателей звонить и задавать свои вопросы по телефону – 65-10-996 (код города – 495). Мы с Еленой Чирковой постараемся на эти вопросы ответить.

Во второй части программы прозвучат более детальные рекомендации по отдельным рынкам, в том числе с оценкой их потенциала и с оценкой их доступности для инвесторов, находящихся в России.

Мы уходим на рекламу. Еще раз призываю вас звонить и задавать свои вопросы.

Реклама.

ХЕСТАНОВ: У нас есть телефонный звонок. Пожалуйста, говорите, вы в эфире.

СЛУШАТЕЛЬ: Добрый вечер.

ХЕСТАНОВ: Здравствуйте. Как вас зовут?

СЛУШАТЕЛЬ: Меня зовут Глеб.

ХЕСТАНОВ: Очень приятно, Глеб. Слушаем вас.

СЛУШАТЕЛЬ: Да, спасибо за передачу. Скажите, вот такой вопрос для обывателя. Мне 39 лет, я сейчас интересуюсь инвестициями как среднестатистический россиянин. Скажите, для начинающих людей, которые хотят заняться этим вопросом, что бы вы посоветовали, где найти информацию, как лучше это делать с самого-самого нуля? Если, конечно, в рамках вашей передачи это можно сделать.

ХЕСТАНОВ: Естественно, в рамках передачи я ограничусь общего характера рекомендациями. На мой взгляд, нужно сделать следующее. Прежде всего, нужно получить определенные знания.

СЛУШАТЕЛЬ: Вот где это можно сделать?

ХЕСТАНОВ: Технически, проще всего, если вы способны к самообразованию, то порекомендую конкретную книгу, ее очень легко найти в Интернете, легко купить в книжном магазине, книга будет ориентирована на российский рынок, но принципы, там изложенные, вполне применимы для любых рынков. Написали ее два автора, с одним из них я хорошо знаком, господин Твардовский. Авторы Твардовский и Паршиков, книга называется «Секреты биржевой торговли». На мой взгляд, в настоящее время из доступных на русском языке это идеальная книга для начинающих. Прочитайте ее.

Но, прочитав книгу, сразу же браться за инвестиции – это достаточно опрометчиво. Потому что забавно, может быть, даже сейчас вы со мной не согласитесь, в практических инвестициях на фондовых рынках самое главное – психология.

СЛУШАТЕЛЬ: Я согласен с вами.

ХЕСТАНОВ: Как ни странно. Не анализ, не какие-то специальные знания, а именно психология. Потому что человек, который на свои деньги принимает решение о покупке и продаже акций, всегда находится между двух огней. С одной стороны, его обуревают жадность, желание заработать, причем жадность в хорошем смысле этого слова, с другой стороны, человек опасается получить убыток. И вот эта борьба жадности и страха достаточно сложна.

Поэтому, прочитав книгу, самое правильное, я из политкорректности не буду рекомендовать конкретных брокеров, они все на слуху, сходите на бесплатный семинар, который регулярно проводят почти все крупные российские брокеры, послушайте. Многие из них предлагают бесплатное обучение. Поучитесь. После чего, когда вы прочитали литературу, там поучились, откройте минимальный счет. По секрету скажу, что есть брокеры, которые аж от 10 тысяч рублей позволяют открыть счет.

Естественно, вы на 10 тысячах рублей золотые горы не заработаете. Но я советую вам взять одну акцию, знаете, как в том фильме «тренируйся на кошечках». Возьмите аж одну акцию «Газпрома». Какие бы вы безумства с ней ни творили, она стоит достаточно недорого, никакого материального ущерба вы не понесете. Но вы на ней сможете потренироваться, и где-то месяца через три-четыре (в зависимости от вашего трудолюбия) учебных торгов на этой настоящей акции, вы более-менее поймете, что вам нужно от рынка, приемлемо ли это для вас или неприемлемо. Если по прошествии такого времени периода...

ЧИРКОВА: Умножьте свой убыток на 10 тысяч и представьте, что будет.

ХЕСТАНОВ: Елена с сарказмом относится, тем не менее, если у вас хоть что-то положительное будет получаться.

ЧИРКОВА: Я без сарказма сказала.

ХЕСТАНОВ: Вот тогда постепенно можете увеличивать объем своей торговли. Инвестиции – это еще и довольно большой труд. К сожалению, без труда не выловишь и рыбку из пруда.

СЛУШАТЕЛЬ: Большое спасибо. Еще раз повторите название книги, пожалуйста.

ХЕСТАНОВ: Твардовский и Паршиков, «Секреты биржевой торговли».

ЧИРКОВА: Я хотела добавить.

ХЕСТАНОВ: Смелее, смелее.

ЧИРКОВА: Я хотела добавить, что насчет страха и жадности у Баффета как раз есть тоже прекрасная фраза: «Жадничайте, когда другие боятся, и бойтесь, когда другие жадничают».

ХЕСТАНОВ: Эх, легко давать такие советы, да тяжело их воплощать на практике.

СЛУШАТЕЛЬ: Большое вам спасибо.

ХЕСТАНОВ: Спасибо. И у нас продолжается, соответственно, наступила вторая часть программы, и мы постепенно приближаемся к рассмотрению, если я правильно понимаю, отдельных рынков, да?

ЧИРКОВА: Да. Я на самом деле два слова все же скажу про российский. Когда я говорила, что был звездный час и у филиппинского рынка, и у Перу, и у Чили, и у Ямайки, в России тоже был такой звездный час. Потому что если вы посмотрите с осени 1995 года, а мы меряем с осени 1995 года, потому что заработала биржа РТС, и можно мерить доходность, то она тогда составила без учета дивидендов 16% годовых в валютном выражении, плюс – дивиденды там еще дают около 1%.

На самом деле, мы на очень длинном интервале имели доходность около 17% годовых, это много. Вопрос в том, что наш звездный час уже был. Будет ли он продолжаться? На мой взгляд, нет.

Если мы теперь переходим к тому, какие рынки хороши... Да, давайте скажем еще немножко про Россию, что наш рынок действительно развивающийся и не очень развитый. Мы очень часто слышим аббревиатуру BRIC или BRICS, это такие страны, как Бразилия, Индия, Китай, потом к ним добавили Южную Африку. Если, например, мы сравним Россию с этими странами по развитости нашего фондового рынка, есть разные показатели. Меряют, например, количество публичных компаний на миллион населения. А можно посмотреть на количество публичных компаний на единицу ВВП, на доллар внутреннего валового продукта. Так вот, у Бразилии будет в 2,8 раз больше публичных компаний на бирже. У Южной Африки – в 14, у Китая – в 4, у Вьетнама – даже в 17.

ХЕСТАНОВ: Ого!

ЧИРКОВА: И у Индии – в 17 раз.

ХЕСТАНОВ: Я извиняюсь, что перебил, я, как человек, который застал рост российского рынка, практически с самого начала на нем присутствую, одна из причин, причем простая, банальная таких звездных результатов российского рынка заключается в том, что молодые деревья всегда быстрее растут.

Когда рынок создается практически с нуля, понятно, что проводить параллели с дореволюционным, до 1917 года рынком, совершенно неправильно, между ними лежит пропасть.

ЧИРКОВА: Правильно. Неправильно было бы, если бы наш далеко ушел вперед, но мы можем сказать, что он никуда не ушел, что количество компаний, котируемых в России, сейчас около 230, но из них большая часть – неликвиды. А в 1995 году, я знаю, на Санкт-Петербургской бирже котирировалось, потому что я занималась, это тоже был финансовый пузырь, я занималась этой эпохой, котирировалось 165 компаний. Поэтому в негативном смысле – правильно.

ХЕСТАНОВ: Да, причины понятны. К сожалению, большинство компаний, которые у нас публично котируются, это не вновь созданные компании. На Западе как? Придумывают бизнесмены идею, соответственно, компания развивается, на определенном этапе делается IPO, привлекается капитал, и пошло развитие дальше. Это в любом учебнике по экономике написано.

А в российских условиях большинство публичных компаний – это фактически оформленные в публичном виде компании, которые созданы в Советском Союзе, иногда на заре индустриализации 30-х годов.

ЧИРКОВА: Вот то, что рынок не глубокий, и то, что компаний мало, создает для рынка проблему, потому что когда такой рынок входит в моду, акции могут очень быстро расти, что и происходило на российском рынке, а когда он выходит из моды, они будут также быстро падать. И опять мы имеем пример российского рынка, когда у нас в кризис 1998 года акции упали в цене в 15 раз в долларовом выражении. В 2008 году у нас было падение больше, чем в четыре, почти в пять раз.

ХЕСТАНОВ: В пять раз.

ЧИРКОВА: Почти в пять раз. Тот же пример вьетнамского рынка. Вьетнам вошел в моду, очень быстро вошел в моду, на самом деле страна цветущего лотоса обзавелась фондовым рынком только в 2000 году. В 2005-м скромный был результат у рынка – 200 пунктов составил индекс Хошиминской биржи. В 2007 году он на определенных новостях взмыл до 1171 пункта, почти в шесть раз. Случился азиатский кризис 2008 года, и все рухнуло. Но вы понимаете, что у нас сейчас количество ценных бумаг, которые обращаются, они, в общем, по количеству сопоставимы с тем, что обращается на Хошиминской бирже.

ХЕСТАНОВ: Примерно такая динамика была и у российского рынка во время кризиса 1997-1998 годов. Я это тоже, к сожалению, на своей шкуре испытал, заработал первые седые волосы в 1998 году, что для тех лет мне еще рановато было. Поэтому, действительно, когда рынок не очень большой, приход инвесторов, особенно внешних инвесторов, приводит к тому, что цены взлетают, и получается шикарнейшая доходность. Но малейший испуг инвесторов приводит к тому, что они выводят капиталы, и емкость рынка мала, и цены рушатся, просто разбивая надежды инвесторов.

ЧИРКОВА: И мысль моя состоит в том, что даже если у России будет второй звездный час, в чем я не уверена, это тоже опасно. Опасно инвестировать даже в ожидания этого звездного часа, потому что можно не успеть выйти, поскольку, скорее всего, он обернется третьим коллапсом.

ХЕСТАНОВ: А вот что касается выхода, тоже добавлю от себя. Забавно, но при любых инвестициях, это неважно, это касается фондового рынка, недвижимости, производственных активов, забавно, но выход гораздо важнее входа.

Парадокс, но большинство даже учебников всегда пишут о том, как входить в рынок, целые тома написаны, а о том, как выходить, либо вообще умалчивают (кстати, не знаю, обратили ли вы внимание на этот феномен или нет), либо вскользь. А в то же время, вход рубль, выход – два. Выход в разы важнее, чем вход.

ЧИРКОВА: Кстати, я обратила внимание...

ХЕСТАНОВ: Просто, не выйди вовремя я лично в 1997-1998 годах, пережив эту пятилетку сидения в активах, это сейчас я с юмором об этом рассказываю, а тогда мне совсем не до юмора было. Вот лишний раз

практика подтверждает, что важно вовремя зайти в инвестицию, но еще важно из нее выйти.

ЧИРКОВА: Ну да. Я на самом деле, вот вы задали вопрос, обратила я внимание или нет на то, что в учебниках не пишут, когда выйти, я-то сторонник стоимостного инвестирования: когда мы выбираем акции в зависимости от их ценности и смотрим, чтобы они были не очень дорогими, а не пытаемся играть на колебаниях, не спекулируем. В теории стоимостного инвестирования как раз очень много говорится о том, где выходить.

На самом деле, там много идеологов, они в чем-то сходятся, а в чем-то их позиции различны, но в основном идеологи стоимостного инвестирования говорят такую вещь, в частности Баффет, что если вы правильно вложились, выбрали правильный рынок, правильную бумагу, то время выходить – почти никогда. Нужно так выбрать...

ХЕСТАНОВ: Теоретически согласен. Я тоже знаю эту фразу Баффета, это известнейшая фраза, классика, можно сказать, но человек не живет 300 лет, как в Писании сказано, лет нашей жизни 70, повезет – немного больше.

ЧИРКОВА: Баффет собирается жить после смерти – у него тоже есть фраза.

ХЕСТАНОВ: Поэтому на практике большинство слушателей все-таки момент выхода, хотя бы частичного выхода, интересует. Поэтому, да, стоимость – хорошо, да, в идеале, чем длиннее, тем лучше. Кстати говоря, если активы выбраны правильно, чем длительнее срок инвестиции, тем меньше значимость случайных факторов.

ЧИРКОВА: Случайных колебаний, да.

ХЕСТАНОВ: Возмущений и так далее. Это понятно. Это, кстати говоря, не только в инвестировании в акции.

ЧИРКОВА: Текущие колебания важны, да.

ХЕСТАНОВ: Но вместе с тем хоть какие-то соображения по выходу сказать надо, потому что без этого картина не выглядит законченной.

ЧИРКОВА: Если говорить о выходе, то я бы говорила о том, что выходить нужно, когда акции кажутся сильно переоцененными. Но давайте тогда мы сейчас поговорим, во что мы собираемся вкладывать или предлагать нашим слушателям, тогда будет понятно, что такое сильно переоцененные.

ХЕСТАНОВ: Давайте.

ЧИРКОВА: Я хотела сказать, поскольку мы уже начали разговор о географических рынках в страновом разрезе, что есть рынки-счастливчики, вот те самые страны, на территории которых не было гражданской войны, где к власти не приходили некомпетентные правительства, на самом деле, они известны поименно.

Доходность. Были огромные исследования на Западе и просчитаны все рынки. Это очень сложная методология, с учетом закрытия всех этих бирж, и с учетом того, когда она открывается, это немножко не те акции, и они были ранжированы по доходности за 100 лет, XX век. И на первом месте Швеция. Все думают, что США. США просто самый распиаренный рынок. На первом месте Швеция. Мерили по реальной доходности с

учетом инфляции. Швеция дала 8,2% в реальном выражении на протяжении XX века при инфляции 3,7%, но это без учета инфляции.

ХЕСТАНОВ: Это сложные проценты?

ЧИРКОВА: Да, годовые.

ХЕСТАНОВ: Это как в свое время говорил Натан Мейер Ротшильд: «Я, – говорит, – не знаю семи чудес света, но восьмое чудо света – это сложные проценты».

ЧИРКОВА: Если их много, а если это 1%...

ХЕСТАНОВ: Да, 8,2%.

ЧИРКОВА: На протяжении 100 лет.

ХЕСТАНОВ: На протяжении века сложные проценты – это, конечно, очень большая цифра. Знаете, я немало знаю о рынках, но никогда не обращал внимания на шведский рынок, теперь как минимум поинтересуюсь.

ЧИРКОВА: Америка – не номер два. Номер два – Австралия, 7,6%. США на третьем месте в этом исследовании, им приписывают доходность 6,9% в реальном выражении.

ХЕСТАНОВ: Тоже хорошо.

ЧИРКОВА: Дальше идет Канада с 6,4%. Великобритания с 5,9%, Ирландия с 5,5%, Швейцария с 5% и так далее. Швеция, Австралия, США, Канада, Великобритания, Ирландия, Швейцария – такой порядок.

Теперь давайте о том, когда входить, когда выходить. Потому что это очень важная информация, надо знать, какие рынки зарекомендовали себя хорошо, чтобы принимать решение, куда вкладываться. При всем при этом возникает так называемая проблема тайминга, которая касается не только выхода, но и входа.

«Тайминг» в переводе на русский – это учет завышенности или заниженности рынка в целом или стоимости конкретной бумаги. Вот нужно посмотреть, насколько завышены и занижены эти рынки сейчас, чтобы принимать решение, можно ли в них вкладываться сейчас, если можно, то в какой.

Здесь есть показатели, которые оценивают эту завышенность, я назову два распространенных. Один – это отношение капитализации фондового рынка к ВВП.

ХЕСТАНОВ: Это пресловутый, а все-все.

ЧИРКОВА: Капитализация фондового рынка к ВВП.

ХЕСТАНОВ: Стоимость всего рынка ко всему ВВП.

ЧИРКОВА: Ни в коем случае нельзя сравнивать разные страны, потому что в Швейцарии он будет очень высоким по сравнению с США, это понятно, почему. Потому что на швейцарской бирже в Цюрихе будет котироваться «Nestle», а в Швейцарии маленький внутренний рынок.

ХЕСТАНОВ: Которая реально оперирует не в Швейцарии.

ЧИРКОВА: Да, реально оперирует глобально, и соответственно, все прибыли ее глобальны и учитываются в капитализации. А у американских компаний, естественно, большой внутренний рынок, поэтому у них прибылей, зарабатываемых на других рынках, меньше, поэтому объективно этот показатель меньше. Нельзя сравнивать страны, но можно посмотреть во временной перспективе внутри одной и той же страны.

ХЕСТАНОВ: В точке ориентира?

ЧИРКОВА: Что мы, например, видим? Что сейчас показатель капитализации ВВП Швеции около 120%. Минимальный показатель у Швеции был 63%, максимальный – 159%. Если честно, то Швеция довольно близко к историческому пику.

У Австралии ситуация получше, которая номер два. У нее 112% текущий показатель. 112%, я в процентах говорю. Нижний – 94%, а верхний – 229%. Австралия близка, скорее, к нижнему пику, чем к верхнему, но это, видимо, объясняется тем, Сергей, что это сырьевая экономика.

ХЕСТАНОВ: Тоже не секрет, что мы тут коллеги Австралии, с точки зрения зависимости от экспорта сырья. Просто в Австралии другой состав экспорта, но степень зависимости похожа на нашу. Поэтому, может быть, это отголосок пресловутого сырьевого суперцикла.

ЧИРКОВА: Да, Австралия сейчас дешевая. США, например, это 110%, притом, что верхний пик – 150%. На самом деле мы далеко не на верхнем пике, мы где-то на две трети уровня, скажем, от этого пика, или три четверти.

ХЕСТАНОВ: Если перейти на более простой язык, получается, что американский рынок достаточно интересен, с точки зрения...

ЧИРКОВА: У американского рынка показатель чуть немножечко получше, чем у шведского. Но, в общем, рынки сейчас высоко, они, скажем так, выше среднего.

ХЕСТАНОВ: Так.

ЧИРКОВА: Есть второй показатель, по-английски это P/E, по-русски это отношение цены к прибыли, за сколько долларов можно купить единицу прибыли.

ХЕСТАНОВ: Многие называют P/E просто по латинской транскрипции показателей.

ЧИРКОВА: Да, он применим к отдельным компаниям, к рынку в целом. Это замечательный показатель, потому что на него не влияют никакие законодательные изменения, и его можно сравнивать как между странами, так и в исторической перспективе, хоть XIX век сравнивать.

ХЕСТАНОВ: Кто же у нас лидер, получается?

ЧИРКОВА: Потому что «Е» – это прибыль после налогов, как бы ни менялось законодательство на протяжении 100 лет и налогообложение, сравнение релевантное. Кто у нас лидер, я сейчас не скажу, но я хочу сказать другое.

Я хочу сказать об исследовании Роберта Шиллера – это последний нобелевский лауреат по экономике. В это году премию дали нашим финансистам, тем, кто занимается фондовыми рынками. Один из результатов важных его исследования – он показал что, чем вы при более высоком показателе P/E вкладываетесь, тем ниже у вас будет будущая доходность. Он также рассчитал эту среднюю для американского рынка. Так вот, средняя Шиллера для американского рынка – 14. Для пика великого процветания перед великой депрессией был характерным показатель 30. Для конца 1999 года для Интернет-акций, бум на рынке

Интернет-акций, тоже 30. Сейчас – 20 с небольшим, мы отнюдь не на пике, это не пузырь, но мы достаточно высоко, мы выше среднего.

ХЕСТАНОВ: Переводя на простой язык, это говорит о том, что мы находимся где-то в середине, что потенциал роста, несмотря на исторический максимум по американским индексам, в принципе, имеет место быть. Соответственно, для консервативного инвестора тот же самый американский рынок, судя по тем цифрам и показателям, которые вы озвучили, выглядит, как ни странно, достаточно привлекательно.

ЧИРКОВА: Он нормально выглядит, но надо помнить, что свою середину, вот эту историческую среднюю 14, он рано или поздно пройдет, но эти P и E могут вырасти, он иногда проходит середину не за счет падения цен, а за счет роста прибылей.

ХЕСТАНОВ: Наше время стремительно истекает, поэтому я еще раз повторяю, что у нас в эфире была Елена Чиркова, доцент Высшей школы экономики, в течение пяти лет проработала в «Тройке Диалог», в течение пяти лет в «Deloitte», и два года была сотрудником «Инвестиционного банка Ротшильда» в России.

В следующей программе «Револьвер» мы обсудим другие возможности размещения средств частных инвесторов. Соответственно, призываю слушателей писать на сайт, задавать вопросы, и в зависимости от ваших интересов мы пригласим следующих экспертов для обсуждения задач инвестирования личных средств.