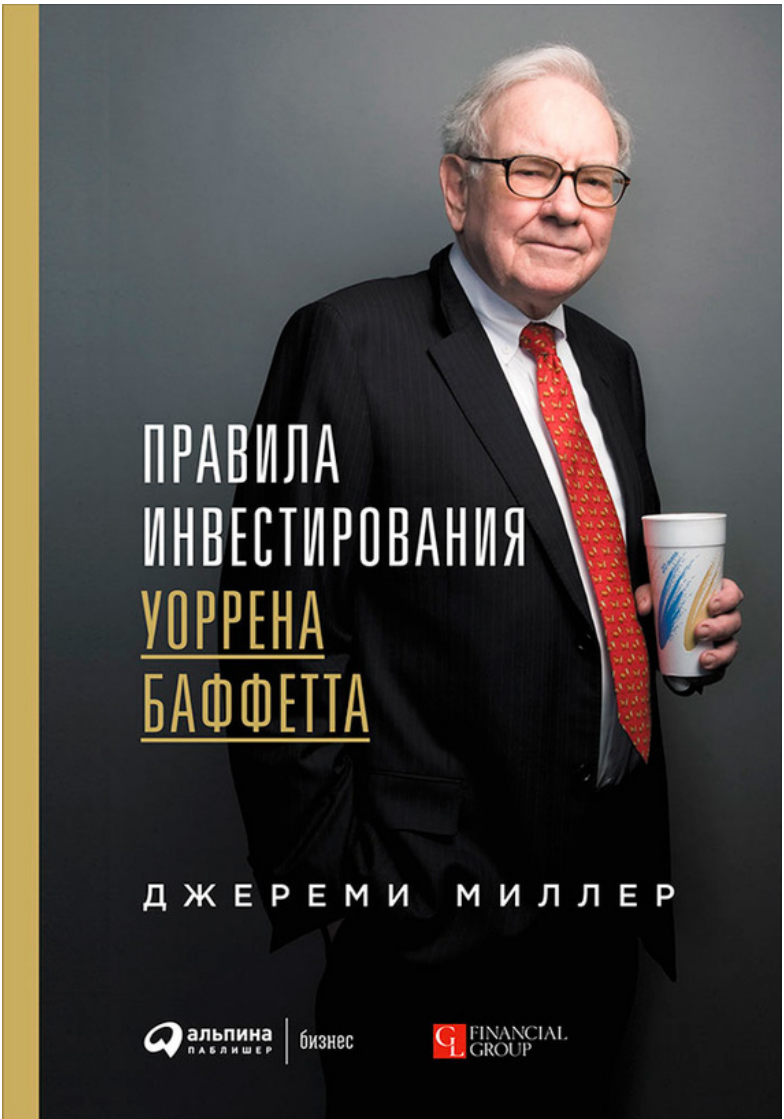

ПРАВИЛА ИНВЕСТИРОВАНИЯ УОРРЕНА БАФФЕТТА

ДЖЕРЕМИ МИЛЛЕР

альпина паблишер | бизнес

GL FINANCIAL GROUP

Джереми Миллер
Правила инвестирования Уоррена Баффетта

Текст предоставлен правообладателем
http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=23789575
Правила инвестирования Уоррена Баффетта / Джереми Миллер: Альпина Паблишер; Москва; 2017
ISBN 978-5-9614-4734-7

Аннотация

Инвестиционного гуру Уоррена Баффетта многие называют «провидцем». Сам Баффетт говорит, что предсказывать поведение рынка бессмысленно и только терпение, бережливость и верность принципам помогут достичь долговременного успеха. Такого прагматичного подхода он придерживается с момента организации своего первого товарищества Buffett Partnership Limited (BPL) в 1956 г. Именно тогда молодой Баффетт начал раз в полугодие рассылать партнерам письма, в которых рассказывал о результатах работы и подробно объяснял свои методы инвестирования. Баффетт не пишет книг, но его письма партнерам, собранные в этом издании, дают возможность понять образ мыслей и философию инвестирования великого предпринимателя.

Автор – составитель книги инвестиционный аналитик Джереми Миллер, объединив письма по темам, анализирует историю успеха компании BPL с 1956 по 1970 г. – периода, по признанию самого Баффетта, с самой высокой доходностью, которую он когда-либо получал. Изложенные здесь подходы, несмотря на эволюцию в методах инвестирования, не теряют актуальности и по сей день.

Содержание

Предисловие к русскому изданию книги 7
Введение 11
Часть I 20
Глава 1 20
Основополагающие принципы Бенджамина Грэма 22
Господин Рынок 26
Когда вы покупаете акцию, вы покупаете компанию 27
Попытки угадать движения рынка 29
Неизбежные падения 32
Из писем партнерам: спекуляция, попытки угадать движения рынка и падения 34
Квинтэссенция 40
Глава 2 42
Восхитительные сложные проценты 46
Что на кону у сегодняшних инвесторов 49
Из писем партнерам: восхитительные сложные проценты 54
Конец ознакомительного фрагмента. 57
Примечания

Джереми Миллер
Правила инвестирования Уоррена Баффетта

Издано при содействии швейцарского инвестиционного холдинга GL Financial Group. Особую благодарность издательство «Альпина Паблишер» выражает президенту холдинга Герману Лиллевяли.

Руководитель проекта *Л. Разживайкина*
Корректоры *Е. Чудинова, М. Константинова*
Компьютерная верстка *М. Поташкин*
Фотография на обложке *Ben Baker/Redux/East News*

© 2016 by Jeremy C. Miller
Published by arrangement with Folio Literary Management, LLC and Prava I Prevodi
© Издание на русском языке, перевод, оформление. ООО «Альпина Паблишер», 2017

Все права защищены. Произведение предназначено исключительно для частного использования. Никакая часть электронного экземпляра данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни

было средствами, включая размещение в сети Интернет и в корпоративных сетях, для публичного или коллективного использования без письменного разрешения владельца авторских прав. За нарушение авторских прав законодательством предусмотрена выплата компенсации правообладателя в размере до 5 млн. рублей (ст. 49 ЗОАП), а также уголовная ответственность в виде лишения свободы на срок до 6 лет (ст. 146 УК РФ).

* * *

Памяти моего дорогого друга и коллеги Питера Сауэра (1976–2012).

Питер, ты ушел от нас слишком рано.

Твои достижения были такими же замечательными, как и твоя скромность

Выдержки из писем Уоррена Баффетта партнерам приводятся с его разрешения.

В остальном же г-н Баффетт не имеет к этой книге никакого отношения. Иначе говоря, если все изложенные здесь мудрые мысли принадлежат ему, то все ошибки мои.

Чтобы не перегружать текст, пропуски в выдержках обозначаются не всегда[1].

Предисловие к русскому изданию книги

Согласно легенде, свою первую инвестицию Уоррен Баффетт сделал в 11 лет, купив и затем продав три акции компании, получив таким образом 5 долларов прибыли. Если бы он подождал несколько дней, то цена одной акции выросла бы в 5 раз, что позволило бы молодому человеку выручить прибыль 500 долларов. Именно тогда юный Уоррен, в будущем успешный финансист и инвестор, сформулировал свое первое инвестиционное правило – быть терпеливым и не паниковать при изменении рыночной цены, а также быть уверенным в успехе при вложении доверенных тебе денег.

Уоррен Баффетт – человек ярчайшей судьбы. Он представитель «старого поколения» американских бизнесменов, до сих пор находящийся в числе 10 самых богатых людей планеты по версии *Forbes* вместе с такими гигантами ИТ-индустрии, как Билл Гейтс, Марк Цукерберг и Джефф Безос. Его инвестиционный портфель настолько разнообразен, что для перечисления всех отраслей, в которые он вкладывает средства, уйдет несколько абзацев.

В истории жизни Баффетта, конечно, были взлеты и падения, успехи и неудачи. Но лично меня всегда восхищал его глубокий ум и фундаментальность полученных знаний,

а также тот факт, что он всегда в своей карьере пользовался той широкой образовательной базой, которую заложили в него его учителя из Колумбийского университета, в частности Бенджамин Грэм – еще один уважаемый финансист и инвестор XX века.

Книга, которую вы держите в руках, – не биография и не учебник по инвестициям. Джереми Миллер собрал в ней выдержки из писем молодого Баффетта своим партнерам, которые были написаны в период с 1956 по 1970 г. В письмах партнерам по товариществу Buffett Associates тогда еще 25-летний бизнесмен начал описывать основные принципы инвестирования и свой подход к получению доходности. В процессе чтения книги с удивлением понимаешь, что Баффетт не просто разработал эффективную философию инвестирования, актуальную спустя 60 лет после публикации первого письма. Он продолжает воплощать ее в жизнь, до сих пор активно работая и оставаясь одним из самых крупных владельцев капитала на планете.

Уоррен Баффетт никогда не пытался заработать на преподавании или издании книг о правилах вложения денег. В своей карьере он всегда исповедовал одну главную мысль – инвестирование должно быть основано на здравом подходе. Под здравым подходом Баффетт понимал верность выбранному однажды пути, отключение эмоций, которые неизбежно сопровождают тех инвесторов, которые пытаются предсказывать поведение фондового рынка или следовать за

трендами.

Современный мир становится все менее понятным. Попытки прогнозировать ситуацию на мировых финансовых рынках не работают, потому что появляется все больше непредсказуемых факторов (гораздо больше, чем в 1950–1970-е гг.). На этом фоне многие привычные инвестиционные стратегии становятся рискованными, и инвесторы начинают обращаться к стратегиям, которые показывают устойчивость к любым внешним изменениям.

Ставший эталонным подход Уоррена Баффетта к инвестициям – не единственное, что делает этого человека культовой фигурой современного бизнеса. Баффетт – один из крупнейших в мире меценатов, который постоянно возглавляет списки самых щедрых благотворителей Америки. Его благотворительные проекты – не только выделение средств на нужды людей, но и вклад в развитие человечества, в поддержку образования, медицины и науки. При этом сам бизнесмен избегает роскоши, бóльшую часть своего капитала он завещал на благотворительность.

Для меня было большим удовольствием не только прочитать эту книгу, но и иметь честь поддержать ее выход в России. Знакомство с правилами инвестирования Уоррена Баффета – это удивительная возможность для каждого, кто увлекается финансами и инвестированием, узнать, с чего начинался путь человека, ставшего самым известным инвестором современности.

Герман Лиллевяли,
президент швейцарского холдинга GL Financial Group

Введение

Если бы у меня в управлении был $1 млн или даже $10 млн, то я вложил бы все до цента. Самая высокая доходность, которую я когда-либо получал, была в 1950-х гг. Я переигрывал Dow. Не верите – посмотрите на цифры. Но в те времена я инвестировал какую-то мелочь. Отсутствие больших денег – огромное структурное преимущество. Я думаю, что мог получить 50 % в год на $1 млн. Нет, я знаю, что мог. Я гарантирую это[2].

Уоррен Баффетт, Businessweek, 1999 г.

В 1956 г. Уоррен Баффетт работал в Нью-Йорке вместе со своим наставником, отцом стоимостного инвестирования Бенджамином Грэмом. Когда Грэм решил отойти от дел, он предложил лучшему ученику долю в своем товариществе Graham – Newman, однако 25-летний Баффетт предпочел вернуться домой. Вскоре после этого на деньги четырех родственников Баффетта и трех его друзей было учреждено новое инвестиционное товарищество Buffett Associates, Ltd. Прежде чем принять от будущих партнеров чеки, Баффетт пригласил их на ужин в Omaha Club. За ужин каждый рассчитывался сам[3].

За ужином Баффетт раздал всем по экземпляру официального соглашения об учреждении товарищества на

нескольких страницах и заверил, что о его содержании можно особо не беспокоиться, никаких сюрпризов в нем нет. Целью собрания было обсуждение того, что он считал намного более важным, – «Основных правил». Баффетт отпечатал под копирку этот короткий список заповедей и один за другим зачитал его пункты. Он настаивал на полной свободе действий. Он не стал распространяться о том, чем товарищество будет фактически заниматься, и почти ничего не сказал о своей реальной доле. Он просто сказал: «Эти основные правила – моя философия. Если вы согласны со мной, тогда вперед. Если нет, я пойму»[4].

Основные правила

1. Партнеры не получают никаких гарантий относительно доходности. Партнеры, которые изымают по полпроцента в месяц, получают только то, что изъяли. Если мы зарабатываем более 6 % годовых в течение нескольких лет, то изъятия покрываются из прибыли, и основной капитал увеличивается. Если мы не зарабатываем 6 %, то месячные выплаты считаются частично или полностью возвратом капитала.

2. В году, следующем за годом, в котором мы не достигаем доходности как минимум 6 %, поступления партнерам, получающим ежемесячные выплаты, уменьшаются.

3. Когда мы говорим о годовых прибылях или убытках, речь идет о рыночной стоимости; иными словами, о стоимо-

сти наших активов, оцененных по рынку на конец года, по сравнению с их стоимостью на начало года. Этот показатель может сильно отличаться от реализованного результата в целях налогообложения в данном году.

4. Показателем того, насколько хорошо или плохо мы работаем, является не плюс или минус, полученный за год. Оценка производится относительно общей результативности ценных бумаг, представленных индексом Dow Jones Industrial Average, результатов ведущих инвестиционных компаний и т. п. Если результаты нашей деятельности лучше этих ориентиров, то год считается хорошим независимо от того, в плюсе мы или в минусе. Если наш результат будет хуже, то пусть нас закидают помидорами.

5. Хотя, с моей точки зрения, судить о работе лучше всего по пятилетнему периоду, три года – это абсолютный минимум для оценки результативности. В некоторые годы, без сомнения, результативность товарищества будет хуже, возможно значительно хуже, результативности Dow. Если в каком-либо трехлетнем или более длительном периоде результаты будут плохими, то всем нам надо искать другое место для вложения денег. Исключением из этого правила являются три года, приходящиеся на спекулятивный бум на бычьем рынке.

6. Я не занимаюсь предсказанием поведения фондового рынка или колебаний конъюнктуры. Если вы считаете, что я могу делать это, или полагаете, что это принципиально важ-

но для инвестиционной программы, то вам лучше не вступать в товарищество.

7. Я не могу обещать партнерам конкретные результаты. Я могу обещать и обещаю следующее:

a. Наши инвестиции будут отбираться на основе стоимости, а не популярности;

b. Мы будем стараться свести риск безвозвратной потери капитала (не убыток от кратковременного падения цен) к абсолютному минимуму через создание широкой маржи безопасности по каждому обязательству и диверсификацию обязательств; и

c. Мы с женой и детьми вкладываем практически весь наш чистый капитал в товарищество[5].

Все приглашенные в тот вечер в Omaha Club подписали соглашение, и Баффетт принял их чеки. Прием каждого нового партнера с тех пор начинался с изучения «Основных правил», а все партнеры ежегодно получали экземпляр обновленных правил.

На протяжении многих лет после этого Баффетт регулярно посылал этой небольшой, но постоянно растущей группе единомышленников письма с информацией о своих финансовых результатах и деталях деятельности. Он использовал письма для обучения партнеров и разъяснения концепций, подкрепляющих «Основные правила», представления своих ожиданий в отношении будущих результатов и описания ры-

ночной ситуации. Поначалу такие письма были ежегодными, а когда партнеры поняли, что «год – это слишком большой перерыв между тостами», Баффетт стал рассылать их не реже раза в полгода.

«Письма партнерам» стали своего рода летописью его представлений, подходов и размышлений в период, предшествовавший приобретению более широко известной публике компании Berkshire Hathaway. Это был период невероятного успеха, даже если сравнивать его с результатами Berkshire. Хотя Баффетт исходил из того, что не каждый год будет хорошим, на его взгляд, в большинстве 3–5-летних периодов вполне можно превзойти индекс Dow на 10 %. На этот показатель он и нацелился.

Его результат оказался намного лучше. Он стабильно переигрывал рынок, и ни один год у него не был убыточным. В целом в том периоде он увеличивал капитал партнеров почти на 24 % в год после вычета вознаграждения. Именно на этот начальный период приходятся многие годы его карьеры, в которых были получены наилучшие результаты.

Идеи, содержащиеся в комментариях Баффетта, представляют собой неподвластное времени руководство для инвесторов всех типов, от новичков и любителей до искушенных профессионалов. Они составляют единый и высокоэффективный набор принципов и методов без тех новомодных и технических штучек, которые так характерны для сегодняшнего рынка. Хотя письма и содержат сложный анализ

определенного рода, который должен привлекать опытных профессионалов, они фактически являются вводным курсом по инвестированию – описанием базового, основанного на здравом смысле подхода, понятного каждому.

В этой книге впервые представлена полная подборка писем партнерам, где описываются такие базовые принципы Баффетта, как стратегия диверсификации против тенденции, почти религиозное почитание сложного процента и процесс консервативного (в противовес традиционному) принятия решений. В них также излагаются методы инвестирования в «недооцененные акции», «событийные акции» и «контролирующие акции», три принципиальных «метода управления», которые превратились со временем в интересные и важные подходы.

Эти письма имеют огромную ценность, поскольку они дают представление об образе мышления успешного молодого инвестора, работавшего поначалу с очень скромными суммами, – образе мышления, который можно перенять и использовать, если вы хотите добиться долгосрочного успеха на рынке. Они служат весомым аргументом в пользу долгосрочной стоимостной стратегии, такой, которая особенно ценна в наши нестабильные времена, когда трудно устоять перед спекулятивным, краткосрочным подходом с массированным использованием заемных средств. Через них красной нитью проходят незыблемые принципы консерватизма и дисциплины – основа успеха Баффетта.

Если бы молодой Баффетт создавал свое товарищество в наши дни, его результаты, без сомнения, были бы такими же выдающимися. Как вы видели, в интервью журналу *Businessweek* он фактически «гарантирует», что может обеспечить годовую доходность 50 % для нескольких миллионов долларов и сегодня. Такой высокий уровень доходности (для небольшой суммы) реален сейчас точно так же, как много лет назад, поскольку неэффективность рынка никуда не делась, особенно в отношении небольших, не очень заметных компаний, ну и, конечно же, поскольку он блистательный инвестор. Так или иначе, пока у акций короткая память, пока их цена зависит от страха и жадности, возможности для получения огромной доходности будут у всех инициативных инвесторов, которые смогут настроиться нужным образом.

Как и во все остальные времена, в наши дни многим не хватает силы воли для соблюдения дисциплины, необходимой для стоимостного инвестирования. Раз за разом Баффетт подчеркивает неизменность своих принципов. Это подход, в котором сознательная установка преобладает в поведении. Сохранение верности выбранному принципу, не отвлекаясь на тренды, – одна из труднейших задач даже для самых опытных инвесторов. Всем нам не грех поучиться у Баффетта тому, как надо совладать со своими эмоциями при инвестировании.

Главы этой книги посвящаются отдельно взятым идеям или темам из писем и имеют единый формат – все они на-

чинаются с краткого вступления, дающего представление о предыстории. Я надеюсь, что это в достаточной мере очертит исторический контекст и позволит более правильно оценить актуальность излагаемых идей для нашего времени.

Все критически важные выдержки из писем по каждой теме приводятся полностью. Это не только дает возможность приобщиться к собственноручным «сочинениям» Баффетта, но и превращает книгу в полезный справочник по его работам того периода. Объединение всех комментариев по определенной теме в отдельной главе нередко оказывается очень информативным. Мы можем увидеть, как постепенно вырисовываются модели поведения, когда Баффетт возвращается к определенным идеям и описывает развитие своих представлений. Такое намного труднее заметить, если читать письма в хронологическом порядке.

Баффетт никогда не публиковал учебник по инвестированию, по крайней мере учебник в традиционном смысле. Все, что мы имеем, помимо написанных им статей и конспектов его выступлений, это письма. Фактически они представляют собой курс заочного обучения, который начался в 1957 г. и продолжается до сего дня. Письма партнерам – первый раздел этого курса, и я с удовольствием излагаю его для вас. Надеюсь, вы получите от их чтения такое же удовольствие, как и я, когда формировал эту подборку.

Я очень признателен г-ну Баффетту за оказанное мне доверие и за разрешение использовать его письма в моей книге

и хочу подчеркнуть еще раз, что его участие в данном проекте на этом заканчивается. Я стремился представить его материалы так, чтобы сделать его мудрость доступной в равной мере и для начинающих инвесторов, и для искушенных профессионалов.

Часть I

Глава 1
Ознакомительный экскурс

Наличие биржевой цены вашей доли в компании (акций) всегда следует рассматривать как ценную информацию и использовать в подходящие моменты. Когда она отклоняется в любом направлении достаточно сильно, извлекайте из этого выгоду[6].
12 июля 1966 г.

Представьте, что вы в Омахе, штат Небраска: на дворе ранний вечер осени 1956 г. Элвис только что дебютировал в «Шоу Эда Салливана», а кресло хозяина Белого дома занимает Эйзенхауэр. Сегодня вы и два десятка других взрослых слушателей собрались в аудитории Небрасского университета в Омахе на первую лекцию курса под названием «Принципы инвестирования». Вашим лектором будет некто двадцати с небольшим лет по имени Уоррен Баффетт. По чистой случайности вашей соседкой оказывается родная тетка Баффетта, Алиса, одна из семи первоначальных инвесторов его первого товарищества.

Я стремился сделать эту книгу своего рода продолжением того давнего курса, опираясь на наставления и разъяснения из писем партнерам, которые были написаны как раз в то время. Она представляет собой руководство с разъяснениями по основам разумного инвестирования, составленное с использованием ключевых положений почти четырех десятков писем. Все они относятся к периоду, предшествовавшему приобретению Berkshire, т. е. к 1956–1970 гг., когда капитал Баффетта был довольно скромным, а его возможности – неограниченными. В то время, особенно в самом начале существования товарищества, он больше всего походил на нас с вами в том смысле, что у него была возможность вкладывать средства практически во что угодно – ни одна компания тогда не казалась ему слишком маленькой, чтобы заинтересоваться ею.

В конце 1950-х гг. и в 1960-е гг. днем Баффетт занимался инвестированием, по вечерам действительно читал лекции, а его тетя Алиса в числе других потенциальных партнеров реально ходила на его занятия. Чтобы преодолеть чувство скованности во время публичных выступлений, Баффетт прослушал курс эффективной коммуникации Дейла Карнеги, а потом стал преподавать для поддержания уровня своего мастерства. Впрочем, к преподавательской деятельности Баффетта подтолкнуло не только это, но и пример его учителя, Бена Грэма, который помимо управления инвестиционной компанией Graham – Newman рассылал информацион-

ные письма своим инвесторам и читал курс по анализу ценных бумаг в Школе бизнеса Колумбийского университета.

Основополагающие принципы Бенджамина Грэма

Вряд ли можно придумать лучшее начало для книги по основам разумного инвестирования, чем описание концептуального фундамента общих взглядов Баффетта, который разделяют все последователи Грэма: рынок не только может, но и действительно периодически становится полностью невменяемым и иррациональным на *короткое время*, однако в *долгосрочной перспективе* он оценивает ценные бумаги в соответствии с их базовой внутренней стоимостью.

Баффетт проповедует эту в какой-то мере парадоксальную идею своего учителя во всех без исключения письмах, поскольку именно она определяет, к чему мы реально должны стремиться как инвесторы: к неизменно здравому, рациональному анализу конъюнктуры на основе логики и четких критериев, который обеспечивает отбор ценных бумаг с наивысшей потенциальной доходностью и с наименьшим риском. Это долгосрочный инвестиционный подход, и он очень сильно отличается от попыток играть на догадках о том, что другие инвесторы сделают или не сделают, или на предположениях относительно краткосрочных изменений таких макропеременных, как цены на нефть или процентные

ставки. Инвесторы, в соответствии с нашим определением этого термина, покупают компании; спекулянты – «играют» на рынках.

Инвесторы учатся воспринимать краткосрочные движения цен акций как случайные колебания и считать, что их по большей части можно игнорировать. А раз они случайны, то бесполезно пытаться систематически предсказывать их. Просто это не наша игра.

В долгосрочной перспективе, однако, рынки оценивают все правильно и в конечном счете учитывают экономические успехи компании в цене ее акций. Зная это, инвесторы фокусируются на обстоятельном долгосрочном анализе бизнеса и консервативных оценках – именно это, на наш взгляд, приносит со временем результаты, превышающие средний уровень.

Этот основополагающий принцип связан непосредственно с Беном Грэмом, учителем Баффетта, его бывшим работодателем, полубогом и человеком, который практически положил начало анализу ценных бумаг. Бен Грэм, которого называют «деканом Уолл-стрит», был революционером, он первым превратил то, что до него считалось «тайным искусством», в реальную профессию. Идеи Грэма сразу захватили Баффетта, причем настолько, что он даже своего сына, который стал следующим неисполнительным председателем совета директоров Berkshire Hathaway, назвал Говардом *Грэмом*. Для понимания инвестиционных принципов Баффет-

та, которые остаются неизменными во все времена, с момента создания товарищества до наших дней, необходимо твердо усвоить ряд основополагающих идей Грэма. Вот как все начиналось.

Баффетт окончил Небрасский университет в Линкольне на год раньше срока в 1950 г., когда ему было 19 лет. Затем он попытался поступить в Гарвардскую школу бизнеса, но ему отказали и посоветовали попробовать еще раз через несколько лет. Провал в Гарварде был, пожалуй, самой большой удачей в его жизни. Он начал подыскивать альтернативы и наткнулся на каталог Колумбийского университета. Из него Баффетт узнал, что автор его любимой книги «Разумный инвестор»[1] не только жив-здоров, но и преподает там. Баффетт, не раздумывая, подал заявление о приеме. Через несколько недель (заявление было подано в августе) его зачислили в Колумбийский университет, и очень скоро он стал лучшим студентом среди слушателей Грэма. Можно только догадываться об интенсивности интеллектуального обмена между этими двумя людьми. Грэм закладывал фундамент знаний Баффетта, а Баффетт – единственный студент, учившийся на пять с плюсом, – впитывал как губка все, что излагал Грэм[7].

После окончания курса Баффетту, казалось бы, сам бог велел идти в инвестиционную компанию Грэма, однако, как

---

[1] Грэм Б. Разумный инвестор: Полное руководство по стоимостному инвестированию. – М.: Альпина Паблишер, 2017.

он впоследствии отшучивался, ему отказали из-за «слишком высоких запросов», несмотря на обещание работать за троих[8]. Подлинная причина отказа в приеме заключалась скорее всего в том, что Graham – Newman была одной из тех немногочисленных инвестиционных компаний, которые принадлежали евреям. Если Баффетт мог найти хорошую работу в любом другом месте, то высококвалифицированным евреям в случае отказа в Graham – Newman дорога куда-либо еще была закрыта[9].

Расстроенный, он вернулся в Омаху и стал помогать своему отцу в его брокерской фирме, но желание работать вместе с Грэмом не оставляло его. На протяжении трех лет Баффетт регулярно писал Грэму письма и делился своими инвестиционными идеями, пока, наконец, в 1954 г. учитель не смилостивился и не пригласил его к себе в Нью-Йорк[10]. Впрочем, в Graham – Newman Баффетт проработал недолго – через год после его приема в компанию Грэм решил отойти от дел.

И опять, теперь уже в 25-летнем возрасте, Баффетт вернулся в Омаху, однако на этот раз он не стал заниматься брокерским делом со своим отцом. Вопреки рекомендациям и Грэма, и отца он учредил собственное инвестиционное товарищество. Оно было именно таким, каким его сделал бы сам Грэм, и управлялось почти в полном соответствии с принципами Грэма. Грэм и Баффетт поддерживали очень тесную связь до тех пор, пока Грэм не ушел из жизни в 1976 г.

Господин Рынок

Самое точное представление о том, как именно функционирует механизм краткосрочной неэффективности рынка, дает концепция «г-на Рынка», принадлежащая Грэму. В соответствии с ней рынок ценных бумаг похож на неуравновешенного, страдающего маниакально-депрессивным психозом человека, который постоянно предлагает вам то продать, то купить его акции. Поведение этого человека бывает сумасбродным и иррациональным, и его трудно предсказать. Иногда он впадает в эйфорию и очень высоко оценивает свои перспективы. В таком состоянии он предлагает вам свои акции по наивысшим ценам. А в моменты депрессии его самооценка резко падает, и тогда он запрашивает за те же самые акции намного меньше и отдает их по низкой цене. Нередко он пребывает в нейтральном состоянии. Хотя никогда не знаешь, в каком состоянии найдешь его, можно не сомневаться в том, что, имели вы с ним дело сегодня или нет, завтра г-н Рынок предложит новые цены.

Глядя на рынок сквозь призму аллегории Грэма, понимаешь, почему биржевая цена в любой отдельно взятый день не дает правильного представления о базовой внутренней стоимости ценной бумаги. Мы должны определять ее независимо и действовать только тогда, когда настроение г-на Рынка нам на руку. Именно в этом пытается убедить нас Баф-

фетт, когда говорит, что «биржевые цены никогда не должны превращаться в нечто обязывающее, заставляющее формировать наши суждения на основе их периодических колебаний»[11]. Если вы полагаетесь на биржевую цену при оценке компании, то вы рискуете упустить возможность купить, когда г-н Рынок пребывает в депрессии, и продать, когда он впадает в эйфорию. Нельзя допускать, чтобы рынок думал за вас. Инвесторы должны сами делать свою работу.

Когда вы покупаете акцию, вы покупаете компанию

Под «работой», конечно, понимается оценка стоимости компании. Если в краткосрочной перспективе цены могут зависеть от настроения г-на Рынка, то в долгосрочной перспективе акции примерно следуют за базовой внутренней стоимостью компании. Или, выражаясь словами Грэма, «в краткосрочной перспективе рынок похож на машину для голосования, но в долгосрочной перспективе он больше напоминает автоматические весы». Это так, поскольку акция, по определению, является долей собственности в компании. Если мы оцениваем компанию, то мы оцениваем и акцию.

С математической достоверностью акции, в целом и на протяжении срока существования компании, должны приносить доход в строгом соответствии с результатами деятельности этой компании. Действительно, одни держатели акций

получают более высокие результаты, чем другие, в определенных периодах в зависимости от времени покупки и продажи, однако в целом и в конечном итоге результаты всех ловких или удачливых счастливчиков доллар в доллар совпадают с результатами тех, кто бесхитростен или не так удачлив. Таким образом, инвесторы, умеющие на основе глубокого анализа предвидеть долгосрочную будущую доходность компании, скорее всего получат ее, купив акции этой компании, если, конечно, не переплатят за них.

Именно поэтому инвесторы играют вдолгую. Баффетт учит нас концентрироваться на компании, а не на краткосрочном выборе момента, когда обоснованные инвестиции скорее всего оправдаются. Как пишет Баффетт, «от направления движения фондового рынка зависит, в значительной степени, когда мы будем правы, а от точности нашего анализа компании– будем ли мы правы вообще. Иными словами, нам нужно концентрироваться на том, что должно произойти, а не когда это должно произойти»[12].

Эта мысль постоянно подчеркивается в его письмах, поэтому я еще раз повторю, акции – не просто листочки бумаги, которые мы покупаем и продаем, это доли в компании, которые по многим аспектам можно анализировать и оценивать. Если рыночная стоимость компании (акций) падает ниже внутренней стоимости на достаточно продолжительное время, то рыночные силы будут стремиться устранить недооценку, поскольку в долгосрочной перспективе рынок эф-

фективен.

«Когда» – это неправильный вопрос по той причине, что ответ зависит от г-на Рынка, который очень ненадежен. Крайне трудно представить в момент покупки, что нужно ему для осознания той стоимости, которая может быть очевидной для вас. Так или иначе, компании нередко выкупают собственные акции, когда считают их дешевыми. Крупные компании и фонды прямых инвестиций зачастую ищут возможности для полного приобретения недооцененных компаний. Участники рынка прекрасно знают об этом, охотятся за дешевыми акциями, покупают их и, таким образом, помогают устранить несоответствие. Баффетт учит инвесторов верить в то, что рынок в конечном итоге даст правильную оценку. Он призывает фокусировать внимание на поиске подходящих компаний по подходящим ценам и в основном отказаться от поиска наиболее удачного момента для покупки или продажи.

Попытки угадать движения рынка

Другая мысль, которую подчеркивает Баффетт, заключается в том, что зависящие от настроения рынка колебания могут быть случайными и, *по определению*, непредсказуемыми. Попытки предвидеть, что произойдет в краткосрочной перспективе, просто бесполезны, поэтому информация о макропеременных (общая картина фондового рынка, про-

центные ставки, курсы валют, биржевые товары, ВВП) никак не влияет на его инвестиционные решения. Неодобрительное отношение к тем, кто строит свои решения о покупке или продаже акций на краткосрочных предсказаниях, явно просматривается во всех его письмах. Он очень любит цитировать Грэма: «Спекуляция противозаконна, аморальна и не идет на пользу здоровью (финансовому)»[13].

Баффетт не отступает от этой идеи до настоящего дня. В рыночной игре просто слишком много неизвестных. Тем не менее множество профессионалов с Уолл-стрит продолжают заниматься такими предсказаниями. Найти этих больших знатоков рынка несложно, надо лишь включить телевизор. Все они, похоже, следуют ироническому совету лорда Кейнса: «Если вы не можете составлять хорошие прогнозы, то сделайте их частыми».

Как инвесторы мы понимаем, что правильный ответ на вопрос о том, куда будут двигаться акции, облигации, процентные ставки, биржевые товары и т. д. на следующий день, месяц, квартал, год и даже несколько лет, должен выглядеть так: «Я не имею об этом ни малейшего представления». Баффетт учит нас не поддаваться сладкоголосому пению этих «экспертов» и не перелопачивать портфели без дела, не перепрыгивать от одной догадки к другой и не позволять тому, что в противном случае было бы приличным результатом, улетучиваться в результате налогов, комиссионных и чистой случайности. По мнению Баффетта, прогнозы часто говорят

больше о личности предсказателя, а не о будущем.

Одна из рекомендаций совершенно естественна: позвольте себе мыслить в ключе «Я не имею об этом ни малейшего представления». Это избавит вас от бесполезной траты ценного времени и сил и позволит сконцентрироваться на подходе с позиции фактического или потенциального владельца компании, которую вы можете понять и счесть привлекательной. Разве кто продает ферму только на том основании, что Федеральная резервная система может с вероятностью не менее 65 % повысить процентные ставки в следующем году?

Также скептически относитесь к любому, кто заявляет, что ясно видит будущее. Здесь опять следует помнить, что нельзя поручать кому-то на стороне процесс анализа – вы должны делать его сами. Консультанты, которым вы платите, сознательно или неосознанно делают лишь одно – толкают вас в выгодном для *них* направлении. Это заложено в природе человека. Потрясающий успех Баффетта в годы существования товарищества, да и впоследствии тоже, в немалой мере связан с тем, что он никогда не претендовал на знание чего-то либо непостижимого в принципе, либо пока неизвестного. Он предлагает инвесторам принять аналогичный агностический подход и думать самостоятельно.

Неизбежные падения

К числу неизвестных относится и момент начала сильного падения рынка. Это еще один ключевой принцип, который Баффетт вынес из идей Грэма и концепции г-на Рынка. Рынок действительно время от времени впадает в глубокую депрессию, и, как правило, мало что помогает избежать последствий этих падений. Баффетт напоминает инвесторам, что в такие периоды даже портфели предельно дешевых акций обычно падают вместе со всеми. Он подчеркивает, что это неотъемлемый аспект владения ценными бумагами, и если вам трудно пережить 50 %-ное снижение стоимости своего портфеля, то нужно просто сократить присутствие на рынке.

Можно утешить себя тем, что случайные падения рынка мало затрагивают долгосрочных инвесторов. Подготовка к следующему падению является важным элементом предлагаемого Баффеттом метода. Хотя никто не знает, как будет меняться поведение рынка год от года, высока вероятность того, что мы окажемся свидетелями как минимум нескольких 20–30 %-ных падений в течение следующих одного-двух десятилетий. Когда именно они произойдут, не так уж и важно. Что имеет значение, так это где вы начинаете и где заканчиваете – как ни перетасовывайте порядок прибыльных и убыточных лет, конечный результат всегда будет одним и

тем же. Поскольку в целом рынок растет, если вы не испугаетесь и не распродадите все по низким ценам при 25–40 %-ном падении, то результат от портфеля акций будет довольно хорошим в долгосрочной перспективе. Рыночные взлеты и падения неизбежны, не обращайте на них внимания, пусть они приходят и уходят.

К сожалению, тот, кто не усвоил этой философии, нередко становится жертвой собственных эмоций и продает из страха, когда рынок уже упал. По данным одного из исследований, проведенных инвестиционной компанией Fidelity, наилучшие результаты демонстрируют счета ее клиентов, которые в буквальном смысле забыли о своих портфелях[14]. Хотя большинство инвесторов продавали, когда рыночная перспектива становилась тревожной или даже просто безрадостной, клиенты, не обращавшие внимания на рыночные распродажи (или вообще забывшие о вложениях), очень заметно выигрывали. Это превосходный пример: чтобы стать успешным инвестором, вам нужно отделить эмоциональную реакцию на падение от рационального подхода к оценке долгосрочной стоимости компании. Никогда не позволяйте биржевым ценам превратиться из полезного актива в нечто обязывающее.

Грэм так описывает это в «Разумном инвесторе»:

> *«Настоящий инвестор крайне редко продает акции по принуждению и обычно не обращает внимания на текущие цены. Он должен реагировать на них*

и действовать в соответствии с ними только в той мере, в какой это отвечает его планам в отношении принадлежащего ему пакета акций, и не более. Инвестор, который поддается паническому страху или чрезмерно беспокоится по поводу случайных падений рыночной стоимости вложений, превращает свое базовое преимущество в базовый недостаток. Для такого человека было бы лучше, если бы его акции вообще не имели рыночной цены. Тогда бы он мог избежать моральных страданий, связанных с ошибочными суждениями других людей»[15].

Из писем партнерам: спекуляция, попытки угадать движения рынка и падения

18 января 1965 г.

…моя собственная инвестиционная философия исходит из того, что прогнозы говорят больше о слабостях предсказателя, чем о будущем.

12 июля 1966 г.

Я не занимаюсь предсказанием поведения фондового рынка или колебаний конъюнктуры. Если вы считаете, что я могу делать это, или полагаете, что это принципиально важно для инвестиционной программы, то вам лучше не вступать в товарищество.

Конечно, это правило можно раскритиковать, как нечеткое, сложное, неоднозначное, туманное и т. п. Так или иначе, я считаю, что большинство партнеров хорошо понимают, о чем идет речь. Мы не покупаем и не продаем акции на основании того, что другие люди думают о предстоящем движении фондового рынка (у меня нет никаких предположений относительно этого), мы исходим из того, как, на наш взгляд, будет вести себя компания. От направления движения фондового рынка зависит, в значительной степени, когда мы будем правы, а от точности нашего анализа компании – будем ли мы правы вообще. Иными словами, нам нужно концентрироваться на том, что должно произойти, а не когда это должно произойти.

В отношении нашей компании, управляющей универсальными магазинами, я могу со значительной уверенностью утверждать, что декабрь будет лучше июля. (Обратите внимание на то, каким опытным я стал в сфере розничной торговли.) Что действительно имеет значение, так это, будет ли

нынешний декабрь лучше прошлогоднего больше, чем у наших конкурентов, и какой мы закладываем фундамент для декабрьских результатов в последующие годы. Вместе с тем в отношении нашего товарищества я не могу не только сказать, будет ли декабрь лучше июля, но и обещать, что декабрь не принесет нам очень крупного убытка. Такое иногда случается. Наши инвестиции просто не знают, что Земле для совершения полного оборота вокруг Солнца требуется 365 дней. Хуже того, им ничего не известно о том, что в зависимости от вашего астрономического положения (и от положения Службы внутренних доходов[2]) я должен отчитываться перед вами после завершения каждого оборота (Земли, а не нас). Как результат, для измерения прогресса нам нужен какой-то другой ориентир вместо календарного года. Таким очевидным ориентиром является общее движение акций, измеренное индексом Dow. Все видят, что этот конкурент демонстрирует приличные результаты уже много лет (Рождество наступит, даже если оно будет в июле), и, если мы хотим переиграть этого конкурента, нам нужно добиться чего-то лучшего, чем «просто приличное». Это похоже на розничного продавца, который оценивает маржу своих прибылей относительно показателей розничной сети Sears, превосходит их каждый год, а вы понимаете, как он это делает.

Я включаю сюда настоящий раздел об «угадывании направления движения рынка» только потому, что после паде-

---

[2] Налоговое ведомство США. – *Прим. пер.*

ния Dow с февральского пика на уровне 995 до 865 в мае мне стали звонить некоторые партнеры и высказывать предположения о еще более сильном падении акций. Подобные высказывания всегда вызывают у меня два вопроса: (1) если они знали в феврале о том, что Dow снизится до 865 в мае, то почему ничего не сказали мне об этом тогда; и (2) если они не знали в феврале, что произойдет в следующие три месяца, то откуда им известно это в мае? Кроме того, после каждого падения индекса на сотню пунктов обязательно находится пара советчиков, предлагающих нам все продать и подождать, пока будущее не прояснится. Позвольте мне опять подчеркнуть два момента: (1) для меня будущее всегда неизвестно (обязательно позвоните, когда вы будет знать, что произойдет в следующие несколько месяцев или хотя бы в следующие несколько часов); и (2) почему-то никто не звонит, когда рынок поднимается на сотню пунктов, и не жалуется на неясность ситуации, хотя даже прошлый февраль не кажется ясным в ретроспективе.

Если мы начнем принимать на основе догадок или эмоций решения о том, покупать или не покупать акции компании, в которой хотим иметь долгосрочный интерес, то ни к чему хорошему это не приведет. Мы не продаем свои доли в компаниях (акции), когда цена становится привлекательной, просто потому, что, по мнению некоего астролога, они могут упасть, даже если такие прогнозы и оказываются правильными на каких-то отрезках времени. Аналогичным образом

мы не покупаем правильно оцененные ценные бумаги только из-за того, что «эксперты» предсказывают их рост. Разве кто-нибудь покупает или продает частную компанию на основе чьих-то догадок относительно фондового рынка? Наличие биржевой цены вашей доли в компании (акций) всегда следует рассматривать как ценную информацию и использовать в подходящие моменты. Когда она отклоняется в любом направлении достаточно сильно, извлекайте из этого выгоду. Биржевые цены никогда не должны превращаться в нечто обязывающее, заставляющее формировать наши суждения на основе их периодических колебаний. Лучше всего эта идея сформулирована в главе 2 («Инвестор и колебания фондового рынка»[16]) книги Бенджамина Грэма «Разумный инвестор». На мой взгляд, эта глава имеет большее значение для инвестирования, чем все остальное, когда-либо написанное.

24 января 1968 г.

Мой учитель Бен Грэм не уставал повторять: «Спекуляция противозаконна, аморальна и не идет на пользу здоровью (финансовому)». В течение прошедшего года была возможность нагулять жиру, стоило лишь перейти на диету из спекулятивных леденцов. Мы же по-прежнему сидим на ов-

сянке, но, если у всех остальных может случиться расстройство желудка, то нам это не грозит.

24 января 1962 г.

Можно не сомневаться в том, что в следующем десятилетии выдадутся несколько лет, когда рынок в целом будет демонстрировать 20–25 %-ный рост, несколько лет, когда он уйдет в минус или останется на месте, а остальное время он будет находиться в промежуточном состоянии. У меня нет ни малейшего представления о том, в каком порядке все это будет происходить, кроме того, я считаю, что это не так уж и важно для долгосрочного инвестора.

18 января 1965 г.

Если 20–30 %-ное падение рыночной стоимости ваших акций (например, в компании BPL) невыносимо вас в эмоциональном или финансовом отношении, то вам следует просто отказаться от инвестирования в инструменты, подобные обыкновенным акциям. Как выразился Гарри Трумэн, «если

вы не выносите жары, уйдите с кухни». Конечно, желательно обдумать эту проблему до того, как вы придете на «кухню».

Квинтэссенция

Комментарии Баффетта и концепция г-на Рынка Бена Грэма позволяют нам усвоить проповедуемые ими принципы и положить их в основу представлений о работе рынков и правил поведения на них. Теперь, как настоящие инвесторы, мы понимаем, что краткосрочные колебания цен на ценные бумаги нередко связаны с неустойчивостью рыночной психологии, а результаты многолетних инвестиций определяются фундаментальными результатами компаний, акции которых мы держим, и ценами, которые мы за них уплатили. Рыночные падения неизбежны, и, поскольку предсказать их невозможно, мы смотрим на них как на плату за вход в сообщество инвесторов.

Падения не очень беспокоят нас – мы смотрим на биржевые цены как на полезную вещь, которой надо пользоваться, и становимся покупателями, когда другие бегут от страха. Это создает основу для психологической устойчивости в периоды падений на рынке и удерживает от распродажи по низким ценам.

Даже те инвесторы, которые живут очень скромно и вкла-

дывают средства в широкий рынок, не занимаясь выбором акций или оценкой компаний, будут получать результат значительно выше среднего, если у них достаточно эмоциональной стойкости, чтобы следовать этим принципам. Фактически инвесторам, способным соблюдать их на протяжении всего инвестиционного периода, нужно очень постараться, чтобы *не* разбогатеть. В значительной мере такой результат объясняется начислением сложных процентов, которые мы рассмотрим в следующей главе.

Глава 2
Сложные проценты

Такой фантастический геометрический рост наглядно демонстрирует плюсы долгой жизни или вложения денег под приличную ставку с начислением сложных процентов. Добавить к этому мне нечего[17].
18 января 1963 г.

Эйнштейн, говорят, называл сложные проценты восьмым чудом света и подчеркивал, что «те, кто понимает это, *зарабатывают* на них, а те, кто не понимает, – *расплачиваются* за них»[18]. Используя забавные истории в своих письмах, Баффетт показывает инвесторам, что сложные проценты перевешивают все остальные факторы, когда дело доходит до обеспечения достатка путем инвестирования. Начисление сложных процентов в течение пожизненной инвестиционной программы – лучшая стратегия без каких-либо исключений.

Принципиально важным аспектом инвестиционной программы являются сложные проценты. Это процесс непрерывного реинвестирования дохода, с тем чтобы каждая последующая прибавка без промедления начинала работать. Со временем доход от вложенного дохода становится все более существенной частью совокупного дохода от инвестици-

онной программы. Конечный результат зависит от двух ключевых факторов: (1) среднегодовой ставки доходности и (2) времени.

Сила сложных процентов заключается в их параболическом характере – чем дольше они начисляются, тем более весомыми становятся. Вместе с тем нужно не так уж много времени, чтобы они превратились в очевидный определяющий фактор инвестиционной программы, и очень многие недооценивают их значимость. Если вы быстро усвоите эту идею и дадите ей время, то одного только этого будет достаточно, чтобы стать успешным инвестором. К сожалению, многие настолько близоруки или нетерпеливы, что упускают такую возможность.

Возьмем, например, счет размером $100 000, приносящий 10 % годовых. Совокупная доходность будет на 7 % выше, если доходы реинвестировать, а не снимать через пять лет. Допустим, это не впечатляет. Однако через 10 лет счет, доходы от которого реинвестируются (назовем его *кумулятивным счетом*), принесет на 30 % больше, чем счет без реинвестирования доходов. Затем на 15-й год наступает «импульсное ускорение»[19] роста результатов. Теперь кумулятивный счет приносит примерно на 70 % больше. Сложные проценты дают экспоненциальный прирост, они набирают скорость с течением времени. Через 20 лет преимущество возрастает до 125 %. Ничего более результативного не существует. Изъятие дохода значительно снижает совокупную

доходность. Как инвесторы мы позволяем нашим доходам накапливаться и превращаться в основной фактор создания богатства. И делаем это терпеливо и последовательно.

Важность сложных процентов трудно переоценить. Именно они объясняют слова Чарли Мангера, друга Баффетта во времена существования товарищества и нынешнего вице-президента Berkshire, который как-то заметил, что, на взгляд Баффетта, стрижка стоимостью $10 фактически обошлась бы ему в $300 000. Как оказалось, его оценка была довольно консервативной. Если бы $10, сэкономленные Баффеттом на стрижке в 1956 г., были вложены в товарищество, то они стоили бы больше $1 млн сегодня ($10 плюс капитализация процентов по ставке 22 % в течение 58 лет). Глядя через призму сложных процентов, нетрудно понять, почему он вел такой скромный образ жизни. Его стрижка действительно стоит очень много!

Баффетт не сомневался в свои 25 лет в том, что сложные проценты принесут ему богатство. Возвратившись в Омаху с суммой чуть больше $100 000 в кармане перед учреждением товарищества, он уже тогда думал о своем состоянии к моменту завершения карьеры. Баффетт намеревался много читать и, возможно, заняться повышением своего образовательного уровня в университете. Он был настолько уверен в могуществе сложных процентов, что начал даже беспокоиться, как бы грядущее богатство не сказалось отрицательно на его семье. Он опасался испортить детей и искал такую

линию поведения, которая не позволила бы им оторваться от реальности. Хотя боязнь испортить детей понятна сама по себе, не забывайте, что ему было немногим больше 20 лет в то время, что его рабочее место находилось в спальне и что оперировал он очень скромными суммами[20].

Из этого естественным образом вытекает совет: если вы сможете экономно распоряжаться своим доходом, то даже при доходности совсем немного выше средней ваше финансовое положение, скорее всего, будет отличным. Терпение, конечно, является критически важным элементом. Не в ваших силах подстегнуть рост сложных процентов – нужно дать им время созреть. Посмотрите на пример Рональда Рида, оператора бензозаправки из штата Вермонт, который накопил $8 млн, регулярно вкладывая небольшую часть своей зарплаты в высококачественные, приносящие дивиденд акции на протяжении всей своей жизни[21].

Баффетт живет в одном и том же доме вот уже несколько десятилетий. Его подход к образу жизни и инвестированию прагматичен и реалистичен. Терпение и бережливость позволяли ему делать максимально возможные вложения и получать эффект от сложных процентов. Это в сочетании с высокой доходностью, которой он добивался, позволило ему передать все свои акции в Berkshire фонду Gates Foundation и, таким образом, сделать крупнейший благотворительный взнос в истории мира. А кроме того, он один из самых счастливых известных мне людей, которые делают именно то, что

им хочется на протяжении всей их сознательной жизни.

Восхитительные сложные проценты

Рассказывая партнерам о силе сложных процентов, Баффетт приводил следующую таблицу, демонстрирующую доходы от капитализации процентов на сумму $100 000 в течение 10–30 лет при ставке от 4 до 16 %.

	4%	8%	12%	16%
10 лет	$48 024	$115 892	$210 584	$341 143
20 лет	$119 111	$336 094	$864 627	$1 846 060
30 лет	$224 337	$906 260	$2 895 970	$8 484 940

Задержитесь на минуту, чтобы вникнуть в эти цифры. Пройдитесь по ним слева направо начиная с верхней строки и задержитесь на показателе в правой колонке последней строки. Обратите внимание на *огромное* финансовое преимущество долгосрочного инвестирования и на *огромное* преимущество высокого уровня доходности. Если вам удастся объединить эти два фактора, то результат получается умопомрачительный – капитализация процентов при ставке 16 % годовых превращает $100 000 в $8,5 млн за 30 лет!

Баффетт рассказывает три любопытные истории в своих письмах – истории Колумба, Моны Лизы и манхэттенских индейцев (они приводятся полностью в конце этой главы), –

чтобы подчеркнуть следующее: (1) сложные проценты чувствительны к изменению срока в той же мере, что и к изменению ставки, и (2) вроде бы незначительные изменения размера ставки на деле суммируются, если смотреть на них сквозь призму долгосрочной инвестиционной программы.

История Христофора Колумба показывает, что в вопросе сложных процентов время несомненно работает на вас. Видите ли, если бы королева Изабелла не истратила $30 000 на финансирование экспедиции Колумба, а вложила их во что угодно под сложные проценты по ставке всего 4 % годовых, то они превратились бы к 1963 г. в $2 трлн ($7,3 трлн по нынешним ценам). Как шутил Баффетт, «если не оценивать стоимость морального удовлетворения, полученного в результате открытия нового полушария, то следует признать, что даже несмотря на доступ к новым территориям, в целом сделка не дотягивает до покупки второй IBM»[22]. При достаточно длительном периоде даже скромный первоначальный капитал, вложенный под приличный процент, приносит потрясающие суммы.

Вернитесь еще раз к таблице доходов от капитализации процентов и посмотрите на колонку со ставкой 8 %. За десятилетний период начисления сложных процентов прирост капитала составляет $115 892. Удвойте период – и прирост утроится. Утройте период начисления (с 10 до 30 лет) – и прирост вырастет почти в девять раз.

Вторая история, которую рассказывает Баффетт, связана

с королем Франции Франциском I, который заплатил $20 000 за портрет Моны Лизы. С ее помощью Баффетт демонстрирует, что сочетание высокой ставки доходности и длительного периода можно довести до абсурда, если зайти слишком далеко. Если бы эти самые $20 000 были вложены под сложный процент по ставке 6 % годовых, то они превратились бы в $1 квадрильон к 1964 г., в сумму, почти в 3000 раз превышавшую национальный долг в тот момент. Возможно, Баффетт кивал в сторону своей жены, любительницы искусства и владелицы картинной галереи в те времена, когда говорил: «Я надеюсь, это положит конец всем разговорам в нашем доме о том, что приобретение картины можно считать инвестицией»[23].

Сочетание длительного инвестиционного периода и высокой ставки действительно дает абсурдные цифры, если переборщить. Именно поэтому Баффетт неизменно удерживал партнеров от экстраполяции его результатов на слишком далекую перспективу. Так, в 1963 г. он сказал следующее:

> *«Некоторых из вас, возможно, удивляет то, что я не включил в приведенную выше таблицу ставку 22,3 % … Ведь именно такой является наша ставка до вычета подоходного налога, который, конечно, уплачиваете вы, а не товарищество. Но и без него подобный расчет не покажет ничего, кроме абсурдности идеи капитализации процентов при очень высоких ставках – даже при скромных начальных суммах…»*[24].

В качестве более современного примера скажу, что под руководством Баффетта Berkshire демонстрирует прирост стоимости активов на акцию в сложных процентах на уровне 21,6 % в год на протяжении вот уже 50 лет. На акцию, которая торговалась примерно по $18 в 1965 г., в момент написания этих строк (2015 г.) приходилась стоимость $218 000. Совокупная рыночная стоимость компании сегодня составляет $359 млрд. Если капитал Berkshire будет расти и дальше такими же темпами, то к 2065 г. стоимость активов *на акцию* достигнет $3,5 млрд, а рыночная стоимость компании – $6 квадрильонов, что намного больше стоимости всех публичных компаний на планете вместе взятых.

Как видите, постоянно высокие темпы роста сохранить нереально. Чем крупнее становится инвестиционная программа, тем труднее обеспечить ее рост. Так действует закон больших чисел, и Баффетт, начиная с писем партнерам и до сегодняшнего дня, прямо говорит об этом. Сегодня компания Berkshire слишком велика, чтобы расти намного быстрее экономики в целом.

Что на кону у сегодняшних инвесторов

По оценкам Баффетта, рынок в целом должен приносить в сложных процентах 5–8 % в год в среднем в течение длительного периода времени. Напомню, что S&P 500 фактически демонстрировал совокупный темп годового роста (CAGR)

чуть больше 7 % после 1950 г., а средняя величина роста для всех 10-летних периодов с того времени составляла 6,8 %. Если к этому добавить дивиденды до налогообложения, то она будет ближе к 10 %. Такие более высокие, чем можно было ожидать, результаты объясняются в значительной мере неожиданным падением процентных ставок (чем ниже доходность правительственных облигаций, тем более ценными становятся акции при прочих равных условиях). Сегодня, когда доходность облигаций так близка к нулю, результат 5–6 % годовых в течение следующих 20–30 лет выглядит довольно обоснованно. При таких результатах сложные проценты по-прежнему играют очень важную роль, но нужно больше времени, чтобы их эффект приобрел импульс.

Мой показатель 5–6 % – всего лишь предположение, вы можете с таким же успехом сделать свое. Наиболее детально Баффетт излагает свои представления в письме, написанном в октябре 1969 г., в момент ликвидации товарищества. Это письмо должно было помочь партнерам, которым предстояло действовать самостоятельно как инвесторам, решить, какую долю капитала следует вложить в акции, и определить, на какую доходность можно рассчитывать:

> *«Десятилетние ожидания для корпоративных акций как группы, пожалуй, не превышают 9 %: примерно 3 % – дивиденды и 6 % – прирост стоимости. Сомневаюсь, что валовой национальный продукт растет больше чем на 6 % в год – на мой*

взгляд, корпоративные прибыли не могут расти значительно как процент от ВНП, – и если мультипликаторы прибыли не изменятся (а при таких предпосылках и текущих процентных ставках они не должны измениться), то в совокупности стоимость американских корпораций не должна расти в долгосрочном периоде более 6 % в год в сложных процентах. Этот типичный рост акций может принести (налогоплательщику, описанному выше[3]) 1¾ % после налогообложения дивидендов и 4¾% после налогообложения прироста капитала, иначе говоря, доходность порядка 6½% после налогообложения. В реальности доналоговая доходность дивидендов и прироста капитала скорее ближе к 4–5 %, что дает несколько более низкий посленалоговый результат. Это не сильно отличается от исторической доходности, а правила налогообложения прироста капитала, на мой взгляд, будут в дальнейшем только ужесточаться по сравнению с прошлым»[25].

Каким бы ни был итог вашей инвестиционной практики на фондовом рынке, последняя история из трилогии Баффетта наглядно демонстрирует, что даже незначительное уменьшение – еле заметное относительное изменение сложного процента – дает огромную разницу при длительных сроках инвестирования. Баффетт на цифрах показывает, как $24, уплаченные когда-то индейцам за остров Манхэттен,

---

[3] Предполагает предельную ставку налогообложения 40 %.

превращаются в $12,5 млрд в 1965 г. в результате роста на 6,12 % в год в сложных процентах. При этом он подчеркивает:

> *«Новичкам это, возможно, кажется хорошей сделкой. Однако индейцам нужно было получить доходность всего лишь 6½% (именно столько предложил бы им представитель этнического взаимного фонда), чтобы посмеяться над Петером Минёйтом*[4]*. При ставке 6½% $24 превратились бы в $42 105 772 800 ($42 млрд) за 338 лет, а если бы выжали еще половину процентного пункта и получили 7 %, то нынешняя стоимость их вложений составила бы $205 млрд»*[26].

Эта история служит хорошим напоминанием: комиссионные, налоги и прочие формы проскальзывания дают огромный кумулятивный эффект. Хотя такие затраты при уровне 1–2 % в год кажутся ничтожными применительно к отдельно взятому году (и можете не сомневаться, что именно так вам представят ситуацию, когда будут предлагать финансовые продукты), сложные проценты превращают все, что выглядит незначительным, в огромные потери в реальности. Взять хотя бы колоссальную разницу в результатах инвестора среднего возраста, который копит средства на счете пенсионного плана 401 (k) в течение 20–30 лет при ставках 5

---

[4] Губернатор Новых Нидерландов, выкупивший в 1626 г. остров Манхэттен у индейцев. – *Прим. пер.*

и 7 %: потеря всего лишь 2 % на 30-летнем горизонте приводит к уменьшению счета в два раза. История Баффетта о манхэттенских индейцах предельно ясно показывает, что каждый процентный пункт ставки в сложных процентах реально имеет значение!

Комиссионные и налоги (не говоря уже о доходности ниже рыночной) уничтожают результаты долгосрочных инвестиций большинства американцев. Фактический средний результат индивидуальных инвесторов в нашей стране за 20 лет, завершившихся в 2011 г., приближается к 2 %. В реальном выражении (с учетом инфляции) их вложения теряют покупательную способность! Это позор по сравнению с 7,8 %, которые приносит рыночный индекс[27]. Баффетт и не только он на протяжении десятилетий бьют тревогу, но положение дел не меняется.

Инвесторы заботятся о будущем и смотрят на акции, как на доли собственности в компаниях. Они не боятся рыночных колебаний и стараются снизить комиссионные и налоги настолько, насколько это возможно. Они в полной мере используют параболический характер сложных процентов. Наивысшая ставка и как можно более продолжительный срок вложений – главные инструменты инвестора.

Из писем партнерам: восхитительные сложные проценты

18 января 1963 г.

Колумб

Некоторые источники утверждают, что королева Изабелла истратила на экспедицию Колумба около $30 000. Это вложение венчурного капитала считается как минимум умеренно успешным. Если не оценивать стоимость морального удовлетворения, полученного в результате открытия нового полушария, то следует признать, что даже несмотря на доступ к новым территориям, в целом сделка не дотягивает до покупки второй IBM. По очень грубым прикидкам $30 000, вложенные под 4 % годовых в сложных процентах, должны были принести порядка $2 000 000 000 000 (для тех, кто не является специалистом по статистике, скажу, что это $2 трлн) к 1962 г. Защитники индейцев с Манхэттена могут сделать похожий расчет. Такой фантастический геометрический рост наглядно демонстрирует плюсы долгой жизни или вложения денег под приличную ставку с начислением сложных процентов. Добавить к этому мне нечего.

…Всегда удивительно наблюдать, как сравнительно

небольшие различия в ставках приносят очень большие суммы, если брать многолетние периоды. Вот почему, даже когда мы устанавливаем высокие цели, следует понимать, что несколько процентов сверх Dow – очень достойное достижение. Это может принести нам много денег за одно или два десятилетия.

18 января 1964 г.

Мона Лиза

Теперь перейдем к животрепещущей части наших рассуждений. В прошлом году, чтобы разъяснить суть сложных процентов, я приводил пример королевы Изабеллы и ее финансовых советников. Вы помните, что их обманом заманили в такое низкодоходное предприятие, как открытие нового полушария.

Поскольку тема сложных процентов вызывает такой резонанс, я попытаюсь немного раскрыть ее на примере из мира искусства. Король Франции Франциск I заплатил в 1540 г. 4000 экю за картину Леонардо да Винчи «Мона Лиза». На тот случай, если кто-то из вас не следит за колебаниями курса экю, скажу, что 4000 экю эквивалентны примерно $20 000.

Если бы Франциск не терял голову, и у него (и его пред-

ставителей) была бы возможность найти объект инвестирования, приносящий 6 % после налогообложения, то его состояние сейчас оценивалось бы больше чем в $1 000 000 000 000 000,00. Это $1 квадрильон, или почти в 3000 раз больше нашего нынешнего национального долга – при ставке всего лишь 6 %. Я надеюсь, это положит конец всем разговорам в нашем доме о том, что приобретение картины можно считать инвестицией.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.

Примечания

1.

Lawrence Cunningham, The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America (Boston: Lawrence A. Cunningham, 2001), 25.

2.

Anthony Bianco, "Homespun Wisdom from the 'Oracle of Omaha,'" Businessweek, July 5, 1999.

3.

Alice Schroeder, The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life (New York: Bantam Dell, 2008), 202.

4.

Warren Buffett, "Warren Buffett's $50 Billion Decision," Forbes, March 26, 2012.

5.

Письмо Уоррена Баффетта партнерам от 18 января 1963 г.

6.

Письмо Уоррена Баффетта партнерам от 12 июля 1966 г.

7.

Alice Schroeder, The Snowball: Warren Buffett and the Business

of Life (New York: Bantam Dell, 2008), 126–127.

8.
Warren Buffett, "The Superinvestors of Graham-and-Doddsville," Hermes, Columbia Business School magazine, 1984.

9.
Joe Carlen, The Einstein of Money: The Life and Timeless Financial Wisdom of Benjamin Graham (New York: Prometheus Books, 2012), 231.

10.
"Warren Buffett's $50 Billion Decision," Forbes, March 26, 2012.

11.
Письмо Уоррена Баффетта партнерам от 12 июля 1966 г.

12.
Письмо Уоррена Баффетта партнерам от 12 июля 1966 г.

13.
Письмо Уоррена Баффетта партнерам от 24 января 1968 г.

14.

Myles Udland, "Fidelity Reviewed Which Investors Did Best and What They Found Was Hilarious," Business Insider, September 4, 2014, http://www.businessinsider.com/forgetfulinvestors-performed-best-2014-9.

15.
Benjamin Graham and David L. Dodd, Security Analysis: The Classic 1951 Edition ([New York]: McGraw-Hill, 2005), Chapter 8.

16.
В текущем издании Intelligent Investor это теперь глава 8.

17.
Warren Buffett, "Warren Buffett's $50 Billion Decision," Forbes, March 26, 2012.

18.
Хотя эту цитату во многих источниках приписывают Эйнштейну, никто в точности не знает, действительно ли он говорил это.

19.
Письмо Уоррена Баффетта партнерам от 18 января 1964 г.

20.

Alice Schroeder, The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life (New York: Bantam Dell, 2008), 249.

21.
Michelle Fox, "Here's How a Janitor Amassed an $8M Fortune," CNBC, February 9, 2015, http://www.cnbc.com/2015/02/09/.

22.
Письмо Уоррена Баффетта партнерам от 18 января 1963 г.

23.
Письмо Уоррена Баффетта партнерам от 18 января 1964 г.

24.
Письмо Уоррена Баффетта партнерам от 18 января 1964 г.

25.
Письмо Уоррена Баффетта партнерам от 9 октября 1969 г.

26.
Письмо Уоррена Баффетта партнерам от 18 января 1965 г.

27.
Sam Ro, "CHART OF THE DAY: The Average Person Is Absolutely Horrible at Investing," Business Insider, December 4, 2012, http://www.businessinsider.com/chart-averageinvestor-

returns-2012-12.