

Dość.

Dość.

Prawdziwe miary bogactwa,
biznesu i życia

John C. Bogle

założyciel i były prezes The Vanguard Group

Tytuł oryginału:

Enough.

True Measures of Money, Business, and Life

Copyright © 2009 by John C. Bogle. All rights reserved.

Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

Limit of Liability/Disclaimer of Warranty: While the publisher and author have used their best efforts in preparing this book, they make no representations or warranties with respect to the accuracy or completeness of the contents of this book and specifically disclaim any implied warranties of merchantability or fitness for a particular purpose. No warranty may be created or extended by sales representatives or written sales materials. The advice and strategies contained herein may not be suitable for your situation. You should consult with a professional where appropriate. Neither the publisher nor author shall be liable for any loss of profit or any other commercial damages, including but not limited to special, incidental, consequential, or other damages.

Wszystkie prawa zastrzeżone. Publikacja wydana na licencji.

Copyright © 2009 for the Polish edition by Polish Economic Society

Copyright © 2009 for the Polish translation by Polish Economic Society

Copyright © 2024 for the Polish edition by Polish Economic Society

Copyright © 2024 for the Polish translation by Polish Economic Society

Przekład: Anna Gąsior-Niemiec

Redakcja: Beata Maria Mizerska

Wydawca:

Polskie Towarzystwo Ekonomiczne

ul. Nowy Świat 49, 00-042 Warszawa

tel. (22) 55 15 401, e-mail: zk@pte.pl

<https://www.pte.pl/>

ISBN: 978-83-65269-46-1

Wydanie II

Korekta, skład i łamanie:

Sowa Sp. z o.o., ul. Hrubieszowska 6 a, 01-209 Warszawa

Księgarnia internetowa: www.maklerska.pl

Spis treści

W szponach pokusy	XV
Wstęp	1

Część pierwsza PIENIĄDZE

ROZDZIAŁ 1	Za dużo kosztów, za mało wartości	31
ROZDZIAŁ 2	Za dużo spekulacji, za mało inwestowania	53
ROZDZIAŁ 3	Za dużo złożoności, za mało prostoty	77

Część druga BIZNES

ROZDZIAŁ 4	Za dużo wyrachowania, za mało zaufania	107
ROZDZIAŁ 5	Za dużo komercji, za mało profesjonalizmu	134
ROZDZIAŁ 6	Za dużo kupczenia, za mało odpowiedzialności	160
ROZDZIAŁ 7	Za dużo menedżeryzmu, za mało przywództwa	181

Część trzecia
ŻYCIE

ROZDZIAŁ 8	Za dużo koncentracji na rzeczach, za mało na zobowiązaniach	207
ROZDZIAŁ 9	Za dużo wartości z XXI wieku, za mało wartości z XVIII wieku	217
ROZDZIAŁ 10	Za dużo sukcesu, za mało charakteru	236
Podsumowanie		
Czego ja mam dość? Czego wy macie dość? Czego ma dość Ameryka?		252
Posłowie:		
Prywatna historia mojej kariery zawodowej		273
Podziękowania		277
Uwagi i przypisy		281
Indeks		293
Przypisy tłumacza		305

Rozdział 1

Za dużo kosztów, za mało wartości²⁵

Pozwólcie, że na początek przywołam ów znakomity stary epigram pochodzący z dziewiętnastowiecznej Wielkiej Brytanii:

Jedni ludzie zarabiają na życie, wykorzystując naturę i czerpiąc z trudu swych rąk — nazywamy to pracą. Inni zarabiają na życie, wykorzystując tych, którzy zarabiają na życie, wykorzystując naturę i czerpiąc z trudu swych rąk — to nazywamy handlem. Jeszcze inni zarabiają na życie, wykorzystując tych, którzy zarabiają na życie, wykorzystując tych, którzy zarabiają na życie, wykorzystując naturę i czerpiąc z trudu swych rąk — to nazywamy finansami.²⁶

Dziś te mocne stwierdzenia nadal dobrze opisują realia zależności łączących system finansowy (z którym związana była

cała moja kariera zawodowa) z gospodarką jako taką. Zasady, według których działa ten system — za Justice'em Louisem Brandeisem określam je mianem „nieubłaganych reguł prostej arytmetyki”²⁷ — są rzeczywiście żelaznymi zasadami. Zysk brutto wygenerowany przez rynki finansowe minus koszty systemu finansowego, równa się zyskowi netto przyniesionemu inwestorom.

A zatem, jak długo system finansowy przynosi inwestorom (w zagregowanej postaci) zyski, których szczerze udzielają rynki akcji i rynki obligacji — ale zyski dopiero (czyli zawsze) po odliczeniu kosztów pośrednictwa finansowego — tak długo możliwości gromadzenia przez obywateli oszczędności na czas emerytury będą nadal poważnie nadwerężane przez olbrzymie koszty samego systemu. Im więcej bierze dla siebie system finansowy, tym mniej zarabia inwestor. Inwestor jest bazowym „żywicielem” obecnie istniejącego, niezmiernie kosztownego inwestycyjnego „łańcucha pokarmowego”.

Naga prawda, którą w związku z tym możemy podsumować każde z tych niemożliwych do zakwestionowania stwierdzeń, jest oto taka: bilansując wszystko razem, wychodzi na to, że obecny system finansowy uszczupla wartość możliwą do wytworzenia przez społeczeństwo. Takie są współczesne realia naszego systemu finansowego. Realia te kształtowały się przez całe lata w miarę tego, jak sektor finansowy w ciągu dziesięcioleci rozbudowywał się w największy pojedynczy segment amerykańskiej gospodarki.

Za mało wartości

Żyjemy w świecie, w którym zbyt wielu spośród nas nic już chyba nie wytwarza. Handlujemy tylko kawałkami papieru, wymieniając między sobą tam i z powrotem akcje i obligacje, przy okazji wypłacając za to naszym finansowym krupierom prawdziwe fortuny. W ramach tego trendu koszty automatycznie rosną wraz z tworzeniem bardzo skomplikowanych instrumentów pochodnych (derywatów), za których sprawą w system finansowy zostały wbudowane olbrzymie a niezgłębione rodzaje ryzyka.

Mądry partner Warrena Buffetta w interesach, Charlie Munger, wyklada sedno sprawy bardzo otwarcie, stwierdzając, że „większość operacji, których celem jest zarabianie pieniędzy, wytwarza dogłębnie antyspołeczne efekty. (...) Obciążone wysokimi kosztami instrumenty inwestycyjne zyskują obecnie coraz większą popularność (...), a operacje przeprowadzane za ich pośrednictwem coraz bardziej wzmocniają szkodliwy trend, w którego wyniku potencjał intelektualny i etyczny tkwiący w młodzieży tego kraju jest w coraz większej mierze przyciągany do lukratywnego biznesu, jakim stało się zarządzanie pieniędzmi. Potencjał ten ulega korozji pod wpływem napięć wpisanych obecnie w ten rodzaj kariery, w przeciwieństwie do potencjału realizowanego w ramach kariery związanej z pracą, której efektem jest wytworzenie znacznie większej wartości”.

Podzielałam z troską Charlesa Mungera sytuacją, w której mamy do czynienia z lawinowym napływem młodych talentów do

branży wyraźnie uszczuplającej wartość przynależną naszemu społeczeństwu. Często o tym mówię w wystąpieniach skierowanych do studentów. Nigdy jednak nie radzę im wprost, aby nie wchodzili do branży zajmującej się zarządzaniem pieniędzmi. Same słowa nikogo od tego nie odstręczą. Zamiast tego proszę więc tych młodych absolwentów studiów, aby — zanim zdecydują się do tej branży wejść — zastanowili się nad trzema kwestiami.

Prosiłbym, abyście i wy — bez względu na to, jaki zawód wykonujecie — rozważyli teraz te kwestie. Pomyślcie, w jaki sposób mogą one odnosić się do waszego życia. Zastanówcie się w ich kontekście nad tym, jak rozumiecie stwierdzenie, że w naszym doczesnym życiu w pogoni za satysfakcją i szczęściem przekraczamy granice wyznaczone przez „dość” i podejmujemy działania, które idą znacznie dalej niż to, co jest wystarczające i dobre dla naszych bliźnich.

Prorocza przepowiednia

Oto, co miałem do powiedzenia na ten temat w szczytowym momencie boomu w sektorze finansowym, podczas wykładu inauguracyjnego wygłoszonego na Uniwersytecie Georgetown w maju 2007 roku:

Po pierwsze, jeśli wejdziecie do sektora finansów, wejdźcie do niego z oczami szeroko otwartymi, mając świadomość, że każde działanie, które wyłudza wartość od klientów może, w okresie bardziej niespokojnym niż obecny, okazać się działaniem prowa-

dzącym do tego, iż wpadniecie we własne sidła. Słusznie powiada się na Wall Street, że „pieniądze nie mają sumienia”, ale nie pozwólcie, aby ten truizm sprawił, że i wy także będziecie lekceważyć wasze sumienia lub że zmianie ulegnie wasze postępowanie i wasz charakter. Po drugie, kiedy zaczniecie inwestować po to, żeby mieć dość na emerytury, potrzebne wam dopiero za kilkadziesiąt lat, inwestujcie w taki sposób, aby minimalizować koszty generowane przez otoczenie finansowe, które pomniejszają zyski wypracowywane przez gospodarkę. Te słowa — nie ukrywam — to rodzaj autopromocyjnej rekomendacji, aby inwestować w nisko kosztowe indeksowe fundusze akcji amerykańskich i globalnych (na wzór Vanguard). Taka strategia da wam jedyną gwarancję należytego²⁸ udziału w zyskach, jakie są możliwe do uzyskania na naszych rynkach finansowych. Po trzecie, bez względu na to, jaką karierę wybierzeecie, starajcie się, jak najlepiej potrafcie, utrzymywać wysokie standardy tradycyjnie kojarzone z profesjonalizmem, mimo że obecnie szybko ulegają one erozji, a zgodnie z tymi standardami najwyższym priorytetem jest zawsze idea odpowiedzialności, troska o powierzone nam dobro i strzeżenie interesu klienta. Nie lekceważcie też większego dobra, jakim jest dobro waszej wspólnoty lokalnej, waszego kraju i świata. Jak mawiał William Penn: „Przechodzimy przez ten świat tylko raz, więc wszelkie dobre uczynki, jakich możemy dokonać, musimy dokonać tu i teraz, i teraz też powinniśmy okazać innym całą życzliwość, na jaką nas stać, bo nigdy więcej tą samą drogą przechodzić już nie będziemy”.

Ostrzeżenie zawarte w tym wykładzie, mówiące o potrzebie uświadomienia sobie, że każde działanie, które wyludza wartość od klientów może, w okresie bardziej niespokojnym niż obecny, okazać się działaniem prowadzącym do tego, iż wpadniemy we własne sidła, okazało się nie tylko prorocze, lecz także zaskakująco na czasie. Branża wyleciała w powietrze za sprawą dynamitu własnej produkcji. Bez cienia wątpliwości w lipcu 2007 roku, zaledwie dwa miesiące po wygłoszonym przeze mnie wykładzie sektor finansowy, którego liderami były (nic dodać, nic ująć) Citigroup i banki inwestycyjne Merrill Lynch oraz Bear Stearns, zaczął po prostu zapadać się w związku z tym, że ryzykowne, lekkomyślnie niezabezpieczone, skomplikowane i kosztowne instrumenty kredytowe stworzone przez te firmy zaczęły przypominać zbyt nawarzone piwo, które trzeba było wypić jednym haustem na miejscu. Poszły za tym olbrzymie straty wykazywane w sprawozdaniach finansowych. Do połowy 2008 roku sięgnęły one ogółem oszałamiającej kwoty 975 miliardów dolarów, a w przyszłości miało ich być jeszcze więcej.

Życie z finansów

Podczas wykładu wygłoszonego na Georgetown University podkreślałem, że w ciągu 2006 roku sam tylko sektor finansowy odpowiadał za 215 z 711 miliardów dolarów zysków osiągniętych przez 500 firm składających się na S & P 500 Stock Index, co stanowiło 30 procent ogółu zysków wypracowanych w tym roku przez firmy notowane w tym indeksie (a może 35 procent albo i więcej, jeśli by w to wliczyć

dochody finansowych przybudówek dużych przedsiębiorstw przemysłowych, takich jak General Electric). Dominacja firm finansowych w naszej gospodarce i na giełdach jest nadzwyczajna. Łączne zyski tych firm przewyższają łączne zyski bardzo dochodowych przecież amerykańskich firm sektora energetycznego i sektora technologii, i są mniej więcej trzykrotnie wyższe niż dochody kwitnącej branży opieki zdrowotnej czy amerykańskich firm-gigantów działających w przemyśle.

Jednak przed końcem 2007 roku zyski sektora finansowego raptownie zmniejszyły się niemal o połowę, kurcząc się w tymże roku do 123 miliardów dolarów. Ale nie chodzi tylko o to, że udział dochodów tego sektora zmalał z 30 do 17 procent w puli 600 miliardów dolarów zysków łącznie wygenerowanych przez firmy notowane przez indeks S & P 500. Sektor ten był także odpowiedzialny za całe 90 procent spadku w zyskach z tego indeksu w tymże 2007 roku. Rzeź trwała zresztą nadal w 2008 roku.

Można by w tym momencie rzec, że przysłowiowej sprawiedliwości stało się zadość. Ale czy rzeczywiście? Klienci firm finansowych i banków stracili setki miliardów dolarów ulokowanych w stworzonych przez te banki ryzykownych pochodnych kredytowych²⁹, a za tym poszła fala zwolnień pracowników branży — ponad 200 000 osób straciło pracę w finansach. Mimo to większość szefów banków inwestycyjnych nadal otrzymuje wynagrodzenia ustalone na oszałamiająco wysokim poziomie. Przypomniała mi się w tym miejscu historia, może tylko anegdota, którą niedawno czytałem. Opowiada ona o pewnym bankierze inwestycyjnym, któ-

ry tak mówi do swych kolegów po załamaniu się rynku papierów zabezpieczanych listami zastawnymi: „Mam dobre i złe wieści. Złe są takie, że przerznięliśmy kupę kasy. Dobra wiadomość jest taka, że nie było w tym ani grosza naszych własnych pieniędzy.”

Ta historyjka po raz kolejny przypomina nam o tym, że w większości przypadków to, co jest dobre dla branży finansowej, jest złe dla nas, jako jej klientów.*

Fortuny zbite na klęsce

Weźmy na przykład opisywane w gazetach odprawy trzech znanych prezesów (CEO) z branży finansów, którzy podczas niedawnego zawirowania na rynku zawiedli zarówno swych klientów, jak i akcjonariuszy. Charles Prince, szef Citigroup, objął swoje stanowisko w październiku 2003 roku, kiedy akcje tej grupy sprzedawały się po 47 dolarów za sztukę. Przez parę lat wykorzystując koniunkturę bank ten stworzył wysoce ryzykowny portfel inwestycyjny, który w ciągu pięciu lat kompletnie się rozpadł, a poniesione straty sięgnęły (dotychczas) mniej więcej 21 miliardów dolarów. Zyski Citigroup spadły z poziomu 4,5 dolara płaconego za udział w 2006 roku do 0,72 dolara w 2007 roku, a w chwili gdy piszę te słowa, jedna

* Istnieje, co prawda, cień szansy, że nie wszystkie firmy finansowe przedkładają własne interesy nad interesy swych klientów. Kiedy John Thain, były naczelny w Goldman Sachs, został CEO w Merrill Lynch pod koniec 2007 roku, zadano mu pytanie, czym różni się te dwie formy. Thain odpowiedział: „Merrill naprawdę stawia klienta na pierwszym miejscu.” Sami musicie zdecydować, czy to stwierdzenie odpowiada prawdzie.

akcja Citigroup kosztuje 20 dolarów. Panu Prince'owi wypłacono 138 milionów dolarów za jego wysiłki w dobrym okresie. Za katastrofę, która potem nastąpiła, nie poniósł żadnej kary (ustąpił ze stanowiska 4 listopada 2007 roku).

Przypadek Stanleya O'Neala, prezesa (CEO) w Merrill Lynch, był podobny. Ryzyko podjęte przez tę firmę podczas tworzenia obciążonego wysokim ryzykiem portfela inwestycyjnego eksplodowało pod koniec 2007 roku, przynosząc straty w wysokości 19 miliardów dolarów (jest dość prawdopodobne, że będą wyższe). Merrill podał w swoim raporcie straty netto za tenże rok w wysokości 10,73 dolarów na udziale, a cena jego akcji na giełdzie zleciała na łeb, na szyć z 95 dolarów za sztukę do poziomu poniżej 20 dolarów. Mimo to rekompensata finansowa za trudy pana O' Neala, wynosząca 161 milionów dolarów za okres 2002–2007, nic a nic na tym nie ucierpiała. W całości został mu też wypłacony przez zarząd pakiet bonusowy obejmujący plan emerytalny, który przyznano mu z chwilą rezygnacji ze stanowiska w październiku 2007 roku — kolejne 160 milionów (czyli łącznie 321 milionów dolarów).

Największą chyba bezczelnością było jednak wypłacenie Jamesowi E. Cayne'owi, prezesowi (CEO) w Bear Stearns, około 232 milionów dolarów za okres 1993–2006, kiedy to giełdowa cena tego „pancernika” wśród banków inwestycyjnych wzrosła z 12 dolarów za akcję do 165 dolarów. Tymczasem ryzykowne i w większości niemożliwe do upłynnienia portfolio inwestycyjne w połączeniu z zastosowaniem bardzo wysokiej dźwigni finansowej (aktywa

prawie 35 razy przekroczyły wartość kapitału),³⁰ doprowadziły Bear na próg bankructwa. Rezerwa Federalna musiała udzielić mu gwarancji na wartość większości tego portfela, zanim JPMorgan Chase zgodził się wykupić firmę po cenie 2 dolarów za udział (ostatecznie cena wzrosła do 10 dolarów) — strata wyniosła więc jakieś 25 miliardów dolarów, które po prostu wyparowały z kapitału udziałowców. Mimo to miliony dolarów wynagrodzenia dla pana Cayne'a zostały wypłacone w całości. (Dokonywane przez niego w Bear inwestycje, kiedyś wyceniane na miliard dolarów, były jednak warte tylko 60 milionów w chwili, kiedy sprzedawał swoje udziały w marcu 2008 roku. Przypuszczalnie większość z nas uważa, że 60 milionów dolarów to ciągle ogromna ilość pieniędzy, zwłaszcza jeśli porównamy to z katastrofą, jaką była utrata kapitału przez innych udziałowców oraz strata pracy przez tysiące pracowników Bear niemających nic wspólnego z upadłością tej firmy.)

Parafrazując wypowiedź Winstona Churchilla, można powiedzieć, że: nigdy tak wiele nie zostało wypłacone tak wielu za tak niewiele osiągnięć.

Orzeł — ja wygrywam, reszka — ty przegrywasz

Bogactwa, do jakich doszli nasi finansowi bonzowie w ciągu kilkadziesiątu minionych lat — oraz te niczym nieuzasadnione koszty, jakie zrzucili na inwestorów — błedną w porównaniu do bogactw zgromadzonych przez odnoszących największe sukcesy menedżerów funduszy hedgingowych. Tylko w 2007 roku pięćdziesięciu najlepiej

opłacanych menedżerów tych funduszy zarobiło łącznie 29 miliardów dolarów (tak, miliardów). Jeśli nie zarobiło się 360 milionów dolarów w ciągu roku, nie można było nawet przebić się do pierwszej dwudziestki piątki na tej liście. Tak, grającym według wysokich stawek hazardzistom spekulacja — czy to na Wall Street, na torze wyścigowym czy w kasynach Las Vegas — może przynieść krociowe zyski.

Jak podaje „New York Times”, w 2007 roku najlepiej opłaconym menedżerem funduszy *hedge* był John Paulson, który zgarnął okrągłutkie 3,7 miliarda dolarów. Mówi się, że jego firma Paulson & Company zarobiła dla swych klientów ponad 20 miliardów, obstawiając załamanie się kursów niektórych zabezpieczonych hipotecznie papierów wartościowych (za chwilę opiszę te papiery dokładniej). Któż mógłby żałować panu Paulsonowi dużej nagrody za zyski, które jego firma zarobiła dla swych klientów dzięki tak niezwykle udanym spekulacjom?* Nie ja!

Mój problem z oszałamiającymi wynagrodzeniami zarabianymi przez menedżerów funduszy hedgingowych dotyczy natomiast

* Mam natomiast za złe menedżerom tych funduszy maksymalnie 15-procentową stawkę podatkową, którą rząd federalny stosuje w sytuacji tak zwanego *carried interest*. Ta zaciemniająca sprawę nazwa odnosi się do udziału w zyskach funduszy wypłacanego tym menedżerom. Tak niska stawka podatkowa jest policzkiem dla tych wszystkich ciężko pracujących obywateli, których znacznie niższe dochody często podlegają standardowym stawkom podatków federalnych, a te są dwukrotnie albo i więcej wyższe. Wiadomo mi też, że sprytnie plany podatkowe umożliwiają przesuwanie zapłaty zaliczek na podatek lub w ogóle unikanie opodatkowania i osiąganie tym sposobem dalszych zysków pod warunkiem, że wypłata jest odroczone w czasie. Cóż się dziwić, że próby dokonania reformy podatkowej, do których przymierzano się w Kongresie, zostały zablokowane przez dobrze opłacanych lobbystów wynajętych przez menedżerów tego rodzaju funduszy.

kwestii asymetryczności — braku fundamentalnej równowagi. Kiedy spekulacja przynosi zyski, menedżerom przypadają kolosalne nagrody, ale kiedy przynosi straty, oni wcale nie tracą na tym w takim samym stopniu, jak inwestorzy. Na przykład, skoro firma Paulsona rzeczywiście *zarobiła* na zawartych przez siebie transakcjach, typując, że wartość papierów wartościowych zabezpieczonych listami zastawnymi (tzw. obligacji hipotecznych)³¹ załamię się — inaczej mówiąc, trafnie obstawiła wynik spekulacji dokonywanych pod nazwą swapów na zwłokę w spłacie kredytu³² — to inna firma musiała na tych transakcjach *stracić*, obstawiając, że dojdzie do wzrostu wartości pochodnych kredytowych (i cen ich wymiany, czyli swapów). Wynika z tego zatem, że druga strona zawierająca ten „zakład” *przegrała* na nim te 20 miliardów dolarów zysku zgarniętych przez firmę Paulsona. Jak nam jednak wszystkim wiadomo, menedżerowie firmy, która przegrała ów zakład, nie zwrócili przecież swym klientom utraconych 20 miliardów.

Tym sposobem niebotyczne koszty wygenerowane przez system finansowy jeszcze bardziej wzrosły, jednocześnie przynosząc ogromne korzyści tym, którzy są dobrze usadowieni w samym jego środku i zarabiają nawet wtedy, gdy ich klienci zostają (ogłędnie rzecz ujmując) zubożeni, a nie wzbogaceni. Jeszcze jaśniej dowiedzie tego pewien hipotetyczny przykład. Powiedzmy, że zainwestowaliście w jeden z funduszy *hedge*, który jest obsługiwany przez dwóch menedżerów. Każdy z nich dysponuje taką samą liczbą udziałów. Jeden z nich obstawia jedną stronę opisanego wcześniej zakładu, drugi — drugą. Jeden zarabia na tym 30 procent, a dru-

gi traci 30 procent, w związku z tym wasze konto bilansuje się do zera..., ale tylko pozornie. Temu zwycięskiemu wypłacie przecieź, powiedzmy, 20 procent z „wygranych” przez niego dla was 30 procent — lub 6 procent od całości kapitału plus 2 procent w opłacie za zarządzanie, czyli razem 8 procent. Ale i temu, który przegrał też wypłacie jego bazowe wynagrodzenie w postaci 2 procent, a w kosztach całego waszego rachunku inwestycyjnego daje to przeciętnie 5 procent. A potem płacie kolejne 2 procent menedżerowi multifunduszu skupiającego te fundusze. Tym sposobem, mimo że wasz portfel inwestycyjny wygenerował zerowy zysk z inwestycji (bo przed odjęciem kosztów wychodzicie na zero), straciście 7 procent kapitału. Czyli znowu: sektor wygrywa, inwestor przegrywa.

Drenaż mózgów

Olbrzymie dochody uzyskiwane ostatnio przez menedżerów funduszy hedgingowych oraz oszałamiające pensje i bonusy wypłacane bankowcom zajmującym się inwestycjami w oczywisty sposób rozpalają wyobraźnię wielu absolwentów szkół biznesu w Ameryce, czyniąc Wall Street preferowanym miejscem docelowym ich kariery. Mimo alarmujących wypowiedzi Charlie’go Mungera i podobnych mu osób, cała fala młodych zdolnych nadal płynie szerokim strumieniem do sektora finansów, nabierając rozpędu nawet w sytuacji, gdy straciły go rynki finansowe. Liczba licencjonowanych doradców finansowych³³ osiągnęła rekordowy poziom 82 000 osób, a pismo

„Barron's” niedawno doniosło, że „nie mniej niż 140 000 nowych kandydatów — rekordowo wielu — ze wszystkich zakątków kuli ziemskiej tłoczy się w kolejce do egzaminu, którego przejście gwarantuje szczęściarzom tak pożądaną wpis na listę licencyjną.”

Może powinienem cieszyć się, słysząc te wiadomości. To w końcu profesja, której poświęciłem całą moją karierę. Boję się jednak, że motywacja zbyt wielu tych pędzących do świata finansów ma więcej wspólnego z tym, co mogą wyciągnąć ze społeczeństwa, niż z tym, czego mogą społeczeństwu przyczynić. Jest matematycznym pewnikiem to, że koszty usług wyświadczonych przez zatrudniające ich firmy — wzięte jako agregat — przekroczą wytworzoną przez nich wartość. Chcę, żebyśmy teraz skoncentrowali się na tej właśnie sprawie: *na braku związku między kosztami a wartościami w systemie finansowym.*

Drenaż za pośrednictwem kosztów i podatków

Zacznijmy od kosztów, bo mimo wszystko w tym przypadku łatwiej jest coś dojrzeć we mgle. Przez ostatnie pięćdziesiąt lat (nominalny) zysk brutto na akcjach wyniósł przeciętnie 11 procent rocznie. W związku z tym 1000 dolarów zainwestowane na początku tego okresu w akcje, dziś miałyby wartość 184 600 dolarów. Nieźle, co? Ale posiadanie akcji kosztuje: prowizje dla maklerów, wynagrodzenia dla menedżerów, opłaty za nabycie, honoraria za doradztwo, koszty reklamy, honoraria dla prawników i tak dalej. Słusznie będzie oszacować te koszty na co najmniej 2 procent rocznie.

Kiedy odejmiemy te zakładane wydatki związane z inwestowaniem, choćby tylko na poziomie tych 2 procent, to długookresowa stopa zwrotu netto spadnie do 9 procent, a końcowa wartość naszej inwestycji zmniejszy się o więcej niż połowę — spadnie do zaledwie 74 400 dolarów. Jeśli zaś przyjmiemy, że minimum 1,5 procent z tego zostanie zapłacone przez podlegających temu obowiązkowi inwestorów na poczet podatku dochodowego i podatku od zysków na giełdzie, zysk po odprowadzeniu podatków spadnie do 7,5 procent, a końcowy przyrost kapitału skurczy się *znów o połowę* — do 37 000 dolarów.

Widać jasno, że cudowna magia skumulowanych *zysków* bezwzględnie ulega potężnej tyranii skumulowanych *kosztów*. *Jakieś 80 procent zarobku, którego moglibyśmy oczekiwać, po prostu rozplywa się w powietrzu.* A nie zapominajmy, że *jeśli będziemy liczyć w dolarach*, nasz zysk z początkowej inwestycji w wysokości 1000 dolarów zostanie pomniejszony o inflację, co przy 4,1-procentowej stopie inflacji w ciągu ostatniego półwiecza i po odjęciu kosztów oraz podatków daje nam — zamiast 184 600 nominalnych „przedkosztowych” i „przedpodatkowych” dolarów — zaledwie 5300 dolarów!

Magia niesympatyczna

Koszty systemu finansowego są obecnie tak wysokie przede wszystkim dlatego, że zrezygnowaliśmy z tradycyjnych (i korzystnych) standardów inwestowania, trafnie scharakteryzowanych w wypowiedzi

legendarnego Benjamina Grahama, opublikowanej w „Financial Analysts Journal” (wydanie maj — czerwiec 1963 r.):

Moja podstawowa teza — mająca zastosowanie tak do przyszłości, jak i do przeszłości — mówi o tym, że inteligentny i dobrze wyszkolony doradca finansowy może wykonywać na rzecz wielu różnych klientów użyteczną pracę, w charakterze opiekuna portfela inwestycyjnego, uzasadniając tym samym bardziej niż przekonująco potrzebę swego istnienia. Twierdzą też, że może on wykonywać swoją pracę przestrzegając kilku stosunkowo prostych zasad odnoszących się do sensownego inwestowania, na przykład utrzymując właściwą równowagę między obligacjami i akcjami; właściwie dywersyfikując portfel; preferując inwestycje z reprezentatywnych indeksów; odradzając operacje o charakterze spekulacyjnym, które są nieodpowiednie z punktu widzenia finansowej sytuacji klienta lub niezgodne z jego temperamentem. Aby wcielać w życie te zasady, doradca finansowy nie musi być magikiem, który za pomocą czarodziejskiej różdżki z góry typuje zwycięzców na liście notowanych akcji ani jasnowidzem przewidującym ruchy na rynkach.

Nikt, komu znane są idee promowane przeze mnie w trakcie mojej długiej kariery, nie będzie zaskoczony, widząc, że obiema rękami podpisuję się pod tymi prostymi zasadami równoważenia, dywersyfikacji i długoterminowego inwestowania, nie wspominając o sceptycznym stosunku do oczekiwania, że giełdowi magicy

i prorocy przepowiadający trendy na rynku są w stanie (w sumie i na dłuższą metę) wytworzyć jakąś wartość dodaną.

Jeśli chodzi o ścisłość, gdy wchodziłem do branży otwartych funduszy inwestycyjnych pięćdziesiąt siedem długich lat temu, menedżerowie zarządzający w nim pieniędzmi inwestowali, rzecz by można, całkiem zgodnie z zaleceniami Grahama. Portfele głównych funduszy akcji składały się wówczas przede wszystkim ze zdywersyfikowanych inwestycji w akcje *blue chipów*³⁴, a menedżerowie zarządzający tymi portfelami inwestowali długoterminowo. Powstrzymywali się od spekulowania na akcjach, kierowali swymi funduszami po kosztach, które były (w porównaniu do dzisiejszych standardów) śmiesznie niskie, i zarabiali dla swych inwestorów zyski zbliżone do tych generowanych przez rynki. Ci menedżerowie raczej nie byli magikami z góry typującymi zwycięzców, czego dowodzą raporty ukazujące przebieg ich działań w dłuższym okresie.

Koszty — ohydna, wielogłowa hydra

Dziś, jeśli menedżerowie funduszy mogą uznawać się za magików w jakiegokolwiek dziedzinie, to jest to sztuka wyciągania pieniędzy z kieszeni inwestorów. W 2007 roku bezpośrednio koszty systemu funduszy inwestycyjnych otwartych (FIO) w Ameryce (przede wszystkim opłaty za zarządzanie oraz wydatki operacyjne i marketing) wyniosły w sumie przeszło 100 miliardów dolarów. Ponadto fundusze tracą dziesiątki miliardów dolarów idących na opłaty transakcyjne płynące do kas domów maklerskich i banków inwestycyjnych, a także, pośred-

nio, na wynagrodzenia dla obsługujących je banków depozytariuszy i wszelkich innych „ułatwaczy”³⁵. Inwestujący w fundusze płacą co roku również kolejne (szacunkowo) 10 miliardów dolarów w formie wynagrodzeń dla doradców finansowych.

Na ich obronę można powiedzieć, że same fundusze otwarte odpowiadają tylko za część — prawdę mówiąc *stosunkowo* niedużą — całkowitych kosztów, jakimi obarcza inwestorów amerykański system pośrednictwa finansowego. Trzeba przecież do tych 100 miliardów kosztów generowanych przez FIO dodać dodatkowe koszty związane z bankowością inwestycyjną i działalnością maklerską oraz wszystkie te opłaty, które idą na konto menedżerów funduszy hedgingowych i funduszy emerytalnych, departamentów powierniczych w bankach, doradców finansowych, a także na honoraria dla prawników i księgowych — wtedy wystawiony rachunek dochodzi mniej więcej do wysokości 620 miliardów dolarów rocznie.

Nikt nie zna zresztą dokładnej kwoty. Na pewno można powiedzieć tylko jedno: tak czy inaczej, te miliardy idą z kieszeni inwestorów. A nie możemy zapominać, że są to koszty ponoszone rok w rok. Jeśli utrzyma się obecne tempo — a przypuszczam, że raczej wzrośnie — zagregowane koszty pośrednictwa finansowego dojdą w ciągu następnego dziesięciu lat do niewyobrażalnej kwoty 6 bilionów dolarów. Warto w tym momencie odnieść te skumulowane koszty do kwoty 15 bilionów dolarów, która oddaje wartość rynku akcji w Stanach Zjednoczonych i do kwoty 30 bilionów dolarów stanowiącej wartość amerykańskiego rynku papierów dłużnych.

Inwestorzy dostają dokładnie to, za co *nie* płacą

Fakt, że z powodu obciążenia kosztami pośrednictwa finansowego zyski inwestorów są niższe od zysków generowanych przez rynek, jest niepodważalny, a jednak często głosi się, że system finansowy jest dla społeczeństwa źródłem wartości dodanej z powodu innych korzyści, jakie przynosi inwestorom. Tego rodzaju tezy zakłamują obraz realiów tego systemu, który wcale nie działa w teoretycznie idealnych (klasycznych) warunkach wolnego rynku. Jest on w wysokim stopniu obciążony asymetrami informacyjnymi (faworyzującymi sprzedających, a nie kupujących), daleką od wolnej konkurencją i irracjonalnymi decyzjami, które są podejmowane bardziej pod wpływem emocji niż rozumu.

Oczywiście nie znaczy to, że nasz system finansowy wytwarza wyłącznie koszty, bo z punktu widzenia społeczeństwa jest on rzeczywiście źródłem pewnych konkretnych korzyści. Ułatwia optymalną alokację kapitału wśród całej różnorodności jego użytkowników; umożliwia efektywne interakcje między kupującymi i sprzedającymi; zapewnia nadzwyczajną płynność; wzmacnia zdolność jednych inwestorów do zbijania kapitału na dyskontowaniu wartości przyszłych strumieni gotówkowych, a innym umożliwia nabywanie praw do tych strumieni; stwarza instrumenty finansowe (często obejmujące tak zwane derywaty, czyli instrumenty o złożoności często niepojętej dla ludzkiego umysłu i wartości będącej pochodną innych instrumentów finansowych) umożliwiające inwestorom podejmowanie dodatkowego ryzyka lub pozbywania się go (przez przerzucenie go na innych).

Nie, nie chodzi o to, że ten system w ogóle nie radzi sobie z generowaniem korzyści. Chodzi raczej o pytanie, czy — ogólnie rzecz biorąc — koszty uzyskiwania tych korzyści nie sięgają pułapu, przy którym zaczynają one przewyższać wartość tych korzyści. Odpowiedź na to pytanie, zdaje się, przynajmniej mnie, niestety dość oczywista: sektor finansów nie tylko jest największym sektorem naszej gospodarki; jest on również jedynym jej sektorem, w którym klienci nawet w największym przybliżeniu nie otrzymują tego, za co płacą. Biorąc pod uwagę owe nieubłagane reguły prostej arytmetyki, inwestorzy — potraktowani łącznie — dostają dokładnie to, za co *nie* płacą. (Paradoksalnie więc, gdyby nic nie zapłacili, uzyskaliby wszystko!)

Kwestia niezwykłej wagi

W ciągu dwóch minionych stuleci Ameryka przestawiła się z gospodarki opartej na rolnictwie na gospodarkę opartą na produkcji przemysłowej, potem na gospodarkę opartą na usługach i teraz na gospodarkę opartą głównie na operacjach finansowych. Jednak ta oparta na finansach gospodarka z definicji pomniejsza wartość wytwarzaną przez realne (produktywne) przedsiębiorstwa³⁶. Tylko pomyślimy: gdy dzięki możliwościom oferowanym przez amerykański kapitalizm właściciele i udziałowcy realnych, produktywnych przedsiębiorstw osiągną zyski z dywidend i wyższe dochody, ludzie grający na rynkach finansowych przechwycą te zyski z inwestycji w biznes i zwrócą je inwestorom już po potrąceniu kosztów pośrednictwa finansowego.

Wynika z tego, że choć inwestowanie w amerykański biznes jest *grą wygranych* zapewniającą zyski wyższe od zysków z akcji na giełdzie, po potrąceniu kosztów staje się *grą o sumie zerowej*. Przy utrzymaniu takich kosztów pośrednictwa, ściganie się z rynkiem — z perspektywy nas wszystkich jako grupy — staje się z kolei *grą przegranych* gwarantującą nam porażkę.

Pomimo ogromnej i do niedawna gwałtownie rosnącej dominacji sektora finansowego w całości naszego życia gospodarczego, nie zdarzyło mi się słyszeć o żadnej pracy naukowej, której autor podjąłby wysiłek systematycznego wyliczenia, w jakim stopniu system finansowy uszczupla zyski inwestorów. Nie ukazał się też ani jeden artykuł (z wyjątkiem moich własnych) dotyczący tej kwestii w wydawnictwach profesjonalnych: ani w „Journal of Finance”, ani w „Journal of Financial Economics”, ani też w „Journal of Portfolio Management” czy „Financial Analysts Journal”. Pierwszy taki artykuł, na jaki natknąłem się — Kennetha R. Frencha *The Cost of Active Investing* (chodziło w nim o koszty inwestowania w akcje na amerykańskich giełdach) — został napisany dopiero w połowie 2008 roku i miał być wkrótce opublikowany w „Journal of Finance”.

Ta zasłona niewiedzy³⁷ musi jednak zostać zdjęta. Musimy znaleźć sposób, aby doprowadzić do radykalnej poprawy amerykańskiego systemu akumulacji kapitału, wykorzystując w tym celu narzędzia, takie jak edukacja, publiczna informacja, regulacja oraz reformy strukturalne i legislacyjne. Jeśli moja książka przyczyni się do zrealizowania tego celu, będzie to oznaczało, że czas, który zużyłem na jej napisanie, został dobrze wykorzystany. Rzecz

w tym, że to po prostu musi zostać zrobione. Dopóki nie zostanie, gospodarka oparta na finansach będzie w dalszym ciągu nadmiernie uszczuplać wartość wytwarzaną przez realne, produktywne przedsiębiorstwa, a w trudnych czasach, które widzę przed nami, to oznacza straty, na jakie nie możemy sobie pozwolić.

W czerwcu 2007 roku pewien magister ekonomii, przemawiający w imieniu tego rocznika absolwentów³⁸ na Uniwersytecie w Princeton, Glen Weyl (obecnie już dr Weyl, bo doktorat z ekonomii uzyskał zaledwie rok później), tak charakteryzował cechującą go pasję poszukiwań intelektualnych: „Istnieją kwestie tak wielkiej wagi, że trudno jest albo powinno być trudno myśleć o czymkolwiek innym”.

Istnieją kwestie tak wielkiej wagi, że trudno jest albo powinno być trudno myśleć o czymkolwiek innym. Efektywne funkcjonowanie wadliwego systemu pośrednictwa finansowego w naszym kraju należy do takich kwestii. Najwyższy czas nie tylko zacząć o tej kwestii myśleć, ale zbadać ją dogłębnie, wyliczyć związane z nią koszty i odnieść je do dochodów, które inwestorzy nie tylko spodziewają się osiągnąć, lecz mają prawo osiągać.

Nasz system finansowy generuje dość kosztów — jeśli chodzi o ścisłość, zdecydowanie zbyt dużo kosztów — a zatem (z definicji) sam nie wytwarza dość wartości dla uczestników rynku. Świat finansów faktycznie zarabia na życie, wykorzystując tych, którzy zarabiają na życie, czerpiąc z natury, pracując w handlu i przy produkcji. Koniecznością jest wysunięcie żądania, aby w interesie publicznym i dla dobra inwestorów sektor finansowy funkcjonował zdecydowanie bardziej efektywnie niż dziś.

Książki wydawnictwa **Maklerska.pl**

Inwestowanie indeksowe. Instrumenty finansowe typu ETN i ETC *Tomasz Miziołek*

Krok po kroku. O wolności finansowej i dostatnim, spełnionym życiu *JL Collins*

Lekcje historii *Ariel Durant, Will Durant*

Wycena firmy *Aswath Damodaran*

Twój mózg, twoje pieniądze *Jason Zweig*

Mistrzowie rynków finansowych *Jack D. Schwager*

Spekulacja intuicyjna *Curtis M. Faith*

Książka o inwestowaniu, tom 1 *Rafał Janik*

Książka o inwestowaniu, tom 2 *Rafał Janik*

Kiedy pieniądź umiera *Adam Fergusson*

Psychologia giełdy *André Kostolany*

Giełda. Początek *Tomasz Trela*

Zarządzanie wielkością pozycji *Tom Basso*

Analiza price action: odwroty *Al Brooks*

Niezwykłe złudzenia i szaleństwa tłumów *Charles Mackay*

Trader Vic *Victor Sperandeo*

Zwykłe akcje, niezwykle zyski *Philip A. Fisher*

Najważniejsza rzecz *Howard Marks*

Zawód inwestor giełdowy. Nowe ujęcie *dr Alexander Elder*

Świece japońskie i analiza wykresów cenowych *Steve Nison*

Analiza techniczna rynków finansowych *John J. Murphy*

Sekrety tradingu krótkoterminowego *Larry Williams*

Analiza price action: trendy *Al Brooks*

Day trading *Joe Ross*

Inside bar *Maciej Goliński*

Psychologia skutecznego tradingu *Steve Ward*

Geometria Fibonacciego. Nowe ujęcie *Paweł Danielewicz*

Artyści rynków *Michael McCarthy*