

Содержание

ПРЕДИСЛОВИЕ	7
ВВЕДЕНИЕ	9
ГЛАВА I <i>Зачем изучать циклы?</i>	17
ГЛАВА II <i>Природа циклов</i>	27
ГЛАВА III <i>Регулярность циклов</i>	41
ГЛАВА IV <i>Экономический цикл</i>	47
Долгосрочные экономические тренды	48
Краткосрочные экономические циклы	56
ГЛАВА V <i>Государственное воздействие</i> <i>на экономические циклы</i>	65
Центральные банки	65
Правительство	67
ГЛАВА VI <i>Цикл прибыли</i>	71
ГЛАВА VII <i>Маятник инвестиционной психологии</i>	77
ГЛАВА VIII <i>Цикл отношения к риску</i>	93
Что происходит при недостаточном неприятии риска?	107
Что происходит при чрезмерном уклонении от риска?	114
ГЛАВА IX <i>Кредитный цикл</i>	123
Кредитный цикл в действии	127
Влияние кредитного цикла	131
ГЛАВА X <i>Цикл проблемного долга</i>	145
ГЛАВА XI <i>Цикл недвижимости</i>	151

ГЛАВА XII	<i>Собирая все воедино: рыночный цикл</i>	163
	«Быки» и «медведи»	167
	Пузыри и крахи	171
ГЛАВА XIII	<i>Как справляться с рыночными циклами</i>	179
ГЛАВА XIV	<i>Позиционирование в цикле</i>	211
ГЛАВА XV	<i>Пределы возможностей</i>	223
ГЛАВА XVI	<i>Цикл успеха</i>	229
	Роль человеческой природы	230
	Роль популярности	231
	Роль компаний	235
	Роль расчета времени	238
ГЛАВА XVII	<i>Будущее циклов</i>	241
ГЛАВА XVIII	<i>Сущность циклов</i>	249

Предисловие

Весь наш мир цикличен. «История не повторяется, но рифмуется» — эту фразу приписывают Марку Твену, и она точно и кратко резюмирует суть данной книги.

Ее написал инвестор Говард Маркс, чьи выдающиеся способности к «предвидению будущего» сделали ему на Уолл-стрит громкое имя и миллиардное состояние. Он спрогнозировал несколько крупных биржевых пузырей, в том числе пузырь доткомов, потрясший рынки в начале 2000-х. Конечно, ничего магического в его способностях нет — только трезвый расчет. Многолетние наблюдения за колебаниями рынка сложились в фундаментальный метод анализа рыночных циклов. О нем автор и рассказывает в этой книге.

Похоже, Говард Маркс знает об идее цикличности все и щедро делится знаниями со своим читателем. Дробит рыночные циклы на составляющие, подробно разбирает каждую и снова собирает воедино, рассматривая рынок как цельный слаженный механизм. Мне импонирует такой подход, поскольку он дает действительно глубокое понимание темы, а значит, и возможности вдумчивого практического применения. Когда в 1995 г. мы открывали компанию БКС, книг, похожих на эту, не было. Я рад, что сейчас все больше людей знакомится с рынком ценных бумаг, появляется все больше литературы на эту тему. За 25 лет, что существует компания БКС, ситуация существенно изменилась, и я горжусь, что мы участвовали в этих важных переменах.

Очевидно, что постоянно менять позиции, пытаясь переиграть рынок, трудозатратно и чаще всего бесполезно. Птица не пытается бороться с воздушными потоками — вместо этого она использует их мощь, чтобы летать легко и высоко. Это хорошая аналогия разумному подходу к инвестированию. Разберитесь, как устроен рынок, и следуйте его принципам и законам. Такой подход мы используем в БКС, его же проповедует данная книга.

Почему эта книга должна быть в библиотеке каждого инвестора? Я считаю, что это совершенно уникальный практический путеводитель по финансовым рынкам, где вашим гидом выступает суперпрофессионал в данной сфере. Настоящий подарок для всех, кто начинает (и продолжает) заниматься личными инвестициями! Больше не нужно переживать множество экономических циклов, чтобы их понять и извлечь необходимые уроки: достаточно вдумчиво прочесть книгу Говарда Маркса. Я с большим удовольствием это сделал и рад, что теперь эти знания стали доступнее.

*Олег Владимирович Михасенко,
президент-председатель правления ФГ БКС*

Введение

Семь лет назад я написал книгу под названием «О самом важном: Нетривиальные решения для думающего инвестора» (The Most Important Thing: Common Sense for the Thoughtful Investor)¹, в ней говорилось о том, на что инвесторам следует обратить особое внимание. Также я отметил, что «важнее всего следить за циклами». Правда, в список «самого важного» у меня вошло 19 пунктов. В инвестировании нельзя выделить что-то одно — главное. Каждый из 20 элементов, которые я рассматривал в «О самом важном», имеет первостепенное значение для любого, кто намерен преуспеть в деле инвестирования.

Винс Ломбарди, легендарный тренер Green Bay Packers, когда-то произнес знаменитую фразу: «Победа — не самое главное, это единственное главное». Мне так и не удалось до конца понять, что именно Ломбарди имел в виду, но несомненно, что победе он придавал основное значение. Также не могу сказать, что понимание циклов — самое важное для инвестирования, но, конечно же, отдаю этой способности место в верхней части списка.

Большинство известных мне великих инвесторов обладали исключительным пониманием общего механизма функционирования циклов, а также того, в какой именно точке текущего цикла мы находимся. Благодаря этой способности они могли весьма успешно позиционировать портфели для будущих событий. Верный выбор времени в цикле — в сочетании с эффективным инвестиционным подходом и привлечением талантливых людей — является одной из основ успеха моей фирмы Oaktree Capital Management.

По этой причине — и потому, что во флуктуациях циклов я вижу нечто чрезвычайно интригующее, и потому, что клиенты едва ли не чаще всего спрашивают, в какой точке цикла мы находимся, и, наконец, потому, что о сущности циклов пока что написано так мало, — я решил после разговора «О самом важном» написать книгу, посвященную исследованию циклов. Я надеюсь, что она будет для вас полезна.

* * *

В окружающем нас мире некоторые события и явления регулярно повторяются, оказывая влияние на нашу жизнь и поступки. Зимой выпадает снег

¹ Марк Г. О самом важном: Нетривиальные решения для думающего инвестора. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2018.

и погода всегда холоднее, чем летом; днем светлее, чем ночью. Поэтому мы планируем лыжные прогулки на зиму, морские купания — на лето, работу и отдых — на дневное время, а сон — на ночь. С наступлением вечера мы включаем свет, когда спим, выключаем его. Мы достаем теплые пальто, когда приходит зима, на лето готовим купальники. Пусть некоторые любители острых ощущений плавают в океане зимой, другие предпочитают работать в ночную смену, чтобы освободить дневное время, но огромное большинство следует обычным циркадным ритмам, что облегчает повседневную жизнь.

Мы используем свою способность распознавать и понимать типовой ход развития событий для того, чтобы облегчать принятие решений, увеличивать преимущества и избегать боли. Знание циклических закономерностей освобождает нас от необходимости каждый раз заново принимать решения в похожих обстоятельствах. Мы знаем, что в сентябре самая высокая вероятность ураганов, и поэтому стараемся не посещать Карибское море в это время. Мы, жители Нью-Йорка, планируем поездки в Майами и Финикс на зимние месяцы, когда разница температуры воздуха будет для нас благоприятной, а не вредной. И, просыпаясь по утрам в январе, мы не должны каждый день решать, как следует одеться.

Экономика, компании и рынки также работают в соответствии с типовыми сценариями. Некоторые из этих сценариев принято называть циклами. Они порождаются феноменами природного происхождения, но важно, что в не меньшей степени на них воздействуют взлеты и падения психологического состояния человека и связанное с ним поведение людей. Будучи тесно связанными с психологией и поведением, эти циклы не настолько регулярны, как циклы часов и календаря, но тем не менее обозначают лучшие и худшие моменты для определенных действий. И они могут оказать весомое воздействие на деятельность инвесторов. Обращая внимание на циклы, мы получаем возможность обеспечить доход. Изучая прошлые циклы, мы понимаем их происхождение и значение, обеспечиваем свою готовность к следующему циклу и избавляем себя от необходимости повторно изобретать колесо: заново понимать состояние инвестиционной среды. Мы уменьшаем шансы, что развитие событий застанет нас врасплох, и получаем возможность использовать типовой сценарий себе во благо.

* * *

Итак, я утверждаю, что следует обращать внимание на циклы; возможно, лучше было бы сказать «прислушиваться к ним». Словарь предлагает два различных, хоть и близких одно к другому, определений слова «прислушиваться». Первое означает «напрягая слух, стараться услышать, расслышать что-либо». Второе — «относиться к чему-либо с вниманием, принимать

что-либо к сведению». Обе дефиниции имеют прямое отношение к предмету нашего разговора.

Чтобы должным образом позиционировать портфель по отношению к тому, что происходит в среде — и к тому, что происходящее подразумевает относительно будущего рынков, — инвестор должен поддерживать внимание на высоком уровне. События, происходящие в данной среде, одинаковы для всех действующих в ней. Но не все прислушиваются к ним — в том смысле, чтобы, зная суть происходящего, следить за ним и таким образом предугадывать его потенциальное влияние.

И, конечно, все обращают внимание на разное. В данном случае понятие «обращать внимание» можно истолковать как «повиноваться, принять к сведению, руководствоваться или принять близко к сердцу». Или, другими словами, «усвоить урок и следовать полученному опыту». Возможно, лучше передать смысл словосочетания «обращать внимание» можно при помощи антонимов: проигнорировать, пренебречь, не принять в расчет, отклонить, пропустить мимо ушей, упустить из виду, просмотреть, не придать значения, послушаться, проявить небрежность. Общим является одно: инвесторам, не считающим нужным учитывать позиции циклов, приходится отвечать за серьезные последствия.

Чтобы получить максимальную пользу от этой книги — и наилучшим образом управлять циклами, — инвестор должен научиться распознавать циклы, оценивать их, видеть за их смыслом руководство к действию и поступать так, как они ему подсказывают. Если инвестор будет внимателен в этом смысле, ему удастся превратить циклы из дикой неуправляемой силы, причиняющей только разрушения, в доступный человеку феномен, который можно использовать в своих интересах, в рудники, разработка которых окажется даже более выгодной, чем ожидалось.

* * *

Философию выигрышного инвестирования можно создать только посредством сочетания многих существенных элементов.

- Основу составляет специальное образование в области бухгалтерского учета, финансов и экономики: оно необходимо, но далеко не достаточно.
- Очень важно иметь представление о том, как работают рынки — его следует получить еще до того, как вы решите заняться инвестированием, но оно должно уточняться, совершенствоваться и меняться в процессе работы.
- Прочитанное станет частью ваших взглядов; следовательно, чтение — это существенный блок вашей постройки. Продолжая чтение,

вы сможете повысить эффективность своего подхода — как включая в свою практику привлекательные, на ваш взгляд, идеи, так и отказываясь от тех, которые вызывают у вас сомнения. Важно не ограничивать свое чтение строгими границами инвестиционной тематики. Легендарный инвестор Чарли Мангер неоднократно указывал на преимущества широкого чтения: знание других областей и происходящих в них процессов могут дать весомую прибавку к эффективным инвестиционным подходам и решениям.

- Неоценимым источником роста может стать обмен идеями с коллегами-инвесторами. Поскольку инвестирование имеет ненаучную природу, в этой области невозможно получить законченное образование и никто не может претендовать на монопольное владение истиной в последней инстанции. Инвестированием можно заниматься и в одиночку, но я думаю, что те, кто практикует это занятие в такой форме, много теряют как в интеллектуальном плане, так и в плане межличностного общения.
- И, наконец, ничто не заменит опыт. Каждый год передо мною открывались новые взгляды на инвестирование, и каждый пережитый мною цикл учил меня чему-то такому, что позволяло мне справиться со следующим. Я сторонник продолжительной карьеры в данной области и не вижу причин для ее преждевременного завершения.

Публикация книг предоставила мне замечательную возможность выразить свою признательность тем, кто способствовал мне в познании сути инвестирования и особенностей построения моей карьеры.

- Большую пользу принесло мне чтение работ Питера Бернштейна, Джона Кеннета Гэлбрейта, Нассима Николаса Талеба и Чарли Эллиса.
- Я продолжал пользоваться подсказками людей, на которых ссылался в «О самом важном», и других, в том числе Сета Клармана, Чарли Мангера, Уоррена Баффетта, Брюса Ньюберга, Майкла Милкена, Джейкоба Ротшильда, Джоэла Гринблатта, Питера Кауфмана и Дуга Касса. А поскольку мы с Нэнси в 2013 г. вслед за детьми переехали в Нью-Йорк, мне выпала счастливая возможность добавить сюда Оскара Шафера, Джима Тиша, Аджита Джейна. Прибавив мнения этих людей к своему, я заметно расширил кругозор.
- И, наконец, я хочу упомянуть лучших моих сотрудников, соучредителей Oaktree: Брюса Карша, Шелдона Стоуна, Ричарда Массона и Ларри Кила. Они оказали мне честь, приняв мою философию в качестве базы инвестиционной методике Oaktree, умело применяли ее (таким образом обеспечив ей признание) и помогли мне развивать ее на протяжении 30 с лишним лет нашей совместной работы.

Все это время мы с Брюсом почти ежедневно обменивались идеями и поддерживали друг друга, и наше взаимодействие — особенно в самый трудный период — сыграло важнейшую роль в развитии того подхода к циклам, который стал основой этой книги.

Я хочу также поблагодарить тех, кто участвовал в создании этой книги: моего талантлившего редактора из НМН Рика Вольффа, моего изобретательного агента Джима Левина, который познакомил меня с Риком; дорогого друга Карен Мак Голдсмит, которая непрерывно напоминала мне о том, что книгу нужно сделать как можно более занимательной, и моего незаменимого давнего помощника Кэролайн Хилд. Особо следует отметить профессора Рэнди Кросзнера из Школы бизнеса им. Бута при Чикагском университете, любезно прорецензировавшего главы об экономическом цикле и государственном вмешательстве в него.

* * *

Знание кумулятивно, хоть и невозможно охватить все, и я намерен учиться еще многие годы. В инвестировании не существует ничего неизменно действенного, поскольку среда непрерывно изменяется и действия, предпринимаемые инвесторами, стимулируют дальнейшие изменения среды. Поэтому я надеюсь в будущем узнать много такого, что неизвестно мне сейчас, и надеюсь делиться своими знаниями в будущих публикациях и книгах.

Примечания автора:

1. Как и в книге «О самом важном», я хочу с самого начала принести извинения за то, что в тексте преимущественно используются слова мужского рода. Для человека, литературный стаж которого превышает шестьдесят лет, сила привычки значит очень много. Я считаю, что гораздо легче и привлекательнее написать «он», чем «он/она». Чередование местоимений мужского и женского рода кажется мне весьма неестественным. Также мне не нравится использование местоимения множественного числа, когда речь идет об одной персоне. Выдающиеся женщины, с которыми мне выпала честь работать на протяжении моей карьеры, знают, что я воспринимаю их в качестве профессионалов и инвесторов с таким же уважением, как и их коллег-мужчин.
2. Как и в книге «О самом важном», я для иллюстрации своих тезисов буду время от времени цитировать заметки, которые составлял для клиентов в период с 1990 г., а также упоминаю

книгу. Можно было бы, конечно, заново изобрести колесо и повторно описать все связанное с этими предметами, но я не стану этого делать. Вместо этого я выделю из давних заметок ключевые положения, которые, полагаю, полностью прояснят рассматриваемые вопросы. Надеюсь, что мое решение не наведет тех, кто покупает эту книгу, на мысль о том, что они не окупили своих расходов.

Чтобы достичь цели этой книги, я буду иногда добавлять несколько слов в цитируемые отрывки, или делать в них купюры, или размещать абзацы не в том порядке, в каком они присутствовали в оригинале. Думаю, поскольку я цитирую свои собственные тексты, то имею полное право поступать так, не оговаривая исправления в каждом отдельном случае. Но я делаю это лишь для того, чтобы доходчиво изложить факты, не меняя первоначального значения тех или иных высказываний и не уточняя их задним числом.

- 3.** И, наконец, как и в «О самом важном», я буду рассматривать тему, которая — как инвестирование в целом — весьма сложна и состоит из взаимопересекающихся элементов, которые нельзя упорядоченно распределить по независимым главам. Поскольку некоторые из этих элементов неоднократно затрагиваются в разных местах, вам придется столкнуться с рядом повторений важных цитат из чужих или моих собственных работ, против повторного использования которых я не смог устоять.
- 4.** Пожалуйста, учтите, что, говоря об инвестировании, я предполагаю, что инвестор покупает, удерживает или, как мы говорим, «занимает длинную позицию» в ожидании роста стоимости определенных активов. Такая стратегия противоположна коротким продажам, где продавец, фактически не владеющий бумагами, зарабатывает на снижении рынка. Инвесторы хоть и не всегда, но по большей части предпочитают «длинную» позицию «короткой». Число людей, занимающихся короткой продажей активов и тем более постоянно придерживающихся короткой позиции — то есть тех, у кого общая стоимость коротких позиций превышает стоимость принадлежащих им активов, — ничтожно по сравнению с приверженцами иной стратегии. Таким образом, в этой книге я собираюсь говорить исключительно об инвестировании в активы по причине ожидания их подъема, а не о короткой продаже активов в надежде на их падение.

5. И, наконец, если в период вынашивания замысла этой книги я намеревался ограничиться в ней рассмотрением циклов, то по мере его осуществления у меня возникали новые идеи, касающиеся самых различных тем. Я не стал отвергать их, а, напротив, включил их в книгу. Надеюсь, что вы одобрите мое решение и отнесетесь к путешествиям в другие области как к бонусу, а не отклонению от темы.

ГЛАВА I *Зачем изучать циклы?*

По мере развития цикла и изменения нашего положения в нем меняются и шансы на успех. Не меняя своей инвестиционной позиции в зависимости от изменения обстановки, мы оказываемся пассивными относительно циклов; другими словами, игнорируем возможность склонить шансы на свою сторону. Зато, если использовать определенную осведомленность относительно циклов, можно повысить ставки, разместить их в более агрессивные инвестиции и забрать выигрыш, когда шансы на нашей стороне, или же укрепить оборонительные позиции при неблагоприятных шансах.

Инвестирование — вопрос подготовки к финансовому будущему. Определить задачу просто: сегодня мы комплектуем портфели так, чтобы им, по нашим расчетам, пошла на пользу события предстоящих лет.

Успех профессиональных инвесторов объясняется тем, что они делают это лучше, чем средний инвестор, или опережают признанный рыночный бенчмарк (характеристика которого определена действиями всех других инвесторов). Но достичь такого успеха отнюдь не просто: средней инвестиционной производительности добиться очень легко, зато удерживаться выше среднего уровня довольно трудно.

Один из самых важных основополагающих элементов моей инвестиционной философии — это уверенность в том, что мы не можем знать, что «макробудущее» готовит нам с точки зрения таких явлений, как экономика, рынки или геополитика. Или, точнее выражаясь, очень мало кто способен сложить более полное и верное в целом представление о макробудущем, чем это могут сделать все остальные. А ведь прогнозы позволят добиться выдающихся результатов лишь тем, кто знает больше других (выражается ли это в наличии лучших данных, или более умелой работе по интерпретации имеющихся данных, или в представлении о том, какие действия следует предпринять на основе данных и их интерпретации, или в наличии силы духа, требующейся для осуществления этих действий).

Проще говоря, если мы располагаем той же информацией, что и все остальные, анализируем ее таким же образом, делаем те же выводы и осуществляем те же практические меры, не стоит надеяться на выдающиеся результаты. А удерживать лидирующее положение в том, что касается макроявлений, очень трудно.

Поэтому я считаю, что попытка предсказать, что несет макробудущее, вряд ли поможет инвесторам достигнуть повышенной инвестиционной доходности. Известно крайне мало примеров выдающихся результатов, полученных благодаря макропрогнозированию.

Уоррен Баффетт однажды назвал мне два собственных критерия для желательной информации: она должна быть важной и познаваемой. Хотя «всем известно», что в наши дни макрособытия играют доминирующую роль в формировании состояния рынков, «макроинвесторы», если брать подход в целом, показали отнюдь не впечатляющие результаты. Однако нельзя считать, будто макрообстановка не имеет значения; дело скорее в том, что работа с нею под силу очень немногим. Для подавляющего большинства она просто непознаваема (или познаваема недостаточно хорошо и недостаточно последовательно для того, чтобы стать опорой для опережения рынка).

Так что я отвергаю макропрогнозирование в качестве орудия, способного принести инвестиционный успех широкому большинству инвесторов, к которому причисляю и себя. Но что же в таком случае остается? Различных нюансов и деталей существует множество, но я полагаю, что полезнее всего будет сосредоточиться на главных областях:

- попытках узнать больше других о том, что я называю «познаваемым»: о фундаментальных факторах отраслей, компаний и ценных бумаг;
- соблюдении дисциплины в отношении соответствующей цены для оплаты причастности к этим фундаментальным факторам;
- понимании существующей инвестиционной среды и принятии решений о стратегическом позиционировании в ней наших портфелей.

По первым двум темам написано уже очень много. Вместе они представляют из себя ключевые компоненты в «анализе рынка ценных бумаг» и «стратегическом инвестировании»: суждения по поводу того, как актив может повести себя в будущем — обычно с точки зрения доходности или движения ликвидности — и того, в какой степени эти перспективы влияют на сегодняшнюю стоимость актива.

Что делают стратегические инвесторы? Они стремятся использовать в своих интересах расхождения между «ценой» и «стоимостью». Чтобы преуспеть в этом, они должны: а) точно оценить внутреннюю стоимость актива и ее вероятные изменения на протяжении длительного промежутка времени, и б) сопоставить текущую рыночную цену с внутренней стоимостью актива, историческими ценами актива, ценами других активов и «теоретически справедливыми» ценами активов вообще.

Затем они, руководствуясь этой информацией, комплектуют портфели. По большей части их непосредственная цель состоит в том, чтобы держать инвестиции, характеризующиеся наилучшими стоимостными предложениями — активы с самой большой потенциальной выгодой и/или лучшим отношением потенциальной выгоды к риску снижения. Можно возразить, что комплектование портфеля должно сводиться к выявлению активов с самой высокой стоимостью и с заниженной ценой. Это может быть верно и в общей, и в долгосрочной перспективе, но я думаю, что в процесс можно с пользой ввести и другой элемент: продуманное размещение портфеля с учетом событий на рынке, вероятных в ближайшие годы.

По моему мнению, наилучшим способом оптимизации расположения портфеля в данный момент времени является уравнивание агрессивности и оборонительности. И я полагаю, что соотношение агрессивности/ оборонительности следует время от времени исправлять в ответ на изменения инвестиционной среды и местоположения многих элементов в своих циклах.

Ключевое слово здесь — «настройка». Инвестированную сумму, распределение капитала по различным возможностям и рискованность принадлежащих вам активов следует точно распределить в континууме, простирающемся от агрессивности до оборонительности... Имея дело с низкой стоимостью, мы должны быть агрессивными; если же стоимость высока, нужно отступить. («И снова?» (Yet Again?) Сентябрь 2017 г.)

Именно настройке позиции портфеля и посвящена главным образом эта книга.

* * *

Одно из ключевых слов, необходимых для того, чтобы понять, зачем нужно изучать циклы, — «тенденции».

Если бы на инвестирование влияли только стандартные и предсказуемые факторы — например, если бы макропрогнозирование работало, — можно было бы говорить о том, что «произойдет». Но хоть это и не так, не следует считать, что мы бессильны в размышлениях о будущем. Мы способны рассуждать о том, что может произойти или должно произойти и какова вероятность того, что это произойдет. Именно это я и называю «тенденциями».

В инвестиционном мире мы постоянно говорим о риске, но общепринятого мнения о том, что такое риск или как он должен влиять на поведение инвесторов, не существует. Одни думают, что риск — это вероятность потери денег, а другие (в том числе многие ученые-финансисты) считают, что риск — это волатильность котировок или доходности. Существует большое разнообразие других видов риска — слишком большое для того, чтобы их можно было здесь перечислить.

Я решительно склоняюсь к первому определению: на мой взгляд, риск — это прежде всего вероятность безвозвратной потери капитала. Но существует и такая вещь, как риск упущенной возможности: вероятность упустить потенциальные выгоды. Сложив их вместе, мы увидим, что риск — это возможность того, что все пойдет не так, как мы хотим.

Откуда берет начало явление «риска»?

Один из моих любимых инвестиционных философов, покойный Питер Бернстайн, в бюллетене, озаглавленном «Можно ли количественно измерить риск?» (Can We Measure Risk with a Number?) (июнь 2007 г.) писал:

«По сути, осознание риска равносильно признанию в том, что мы не знаем, что произойдет. <...> Каждый миг мы идем в неизвестность. Возможен целый ряд результатов, и мы не знаем, попадет ли [фактический результат] в этот диапазон. Мы часто даже не знаем границ этого диапазона».

Ниже вы найдете несколько идей (в сокращенной форме взятых из всестороннего анализа, изложенного в моей статье «Риск пересматривается снова» (Revisited Again) от июня 2015 г.), которые, как мне представляется, исходят непосредственно из отправной точки, предоставленной Бернстайном. Они могут помочь вам понять риск и справиться с ним.

По удачной формулировке отставного профессора Лондонской школы бизнеса Элроя Димсона, «наличие риска означает, что может произойти больше, чем произойдет». Если бы каждое событие в экономике, бизнесе и на рынках (помимо всего прочего) могло произойти только единственным образом — если бы мог быть только один результат — и если бы происходящее было предсказуемо, то, конечно, не было бы неопределенности или риска. А без неопределенности относительно того, что произойдет, мы теоретически могли бы точно знать, как позиционировать портфели инвестиций, чтобы избежать потерь и получить максимальную прибыль. Но, поскольку в жизни и в инвестировании может быть множество разных результатов, неопределенность и риск неизбежны.

Из этого следует, что будущее нужно рассматривать не как единый predetermined исход, которому суждено наступить и который можно

предсказать, а как диапазон возможностей и (желательно на основе соответствующих правдоподобных представлений) как распределение вероятностей. Распределения вероятностей отражают взгляд наблюдателя на тенденции.

Инвесторы — или любой, кто надеется преуспеть в будущем — должны формировать вероятностные распределения либо явно, либо неформально. Если это будет сделано правильно, вероятности пригодятся для определения правильного курса действий. Но все равно важно помнить, что даже знание вероятностей не означает, будто нам известно, что именно и как произойдет.

Совокупность исходов может, в долгосрочной перспективе, регулироваться распределением вероятностей, а вот касательно результата отдельно взятого события может быть большая неопределенность. Любой из исходов, включенных в распределение, может иметь место — пусть даже с переменными вероятностями, так как на избранный для достижения исхода процесс будут влиять не только его достоинства, но и случайные факторы. Так что, если переиначить высказывание Димсона, оно будет звучать так: хоть и возможно много исходов, случится только один. Пусть мы имеем представление о том, чего ожидать «в среднем», но ожидаемое может оказаться очень далеким от того, что произойдет в действительности.

В моем представлении успех в инвестировании имеет сходство с выбором победителя в лотерее. В обоих случаях все определяется путем взятия одного билета (исход) из барабана, полного билетов (диапазон возможных исходов). В каждом случае один исход выбирается из множества возможных.

Выдающимися инвесторами являются те, кто лучше представляет себе, какие билеты находятся в барабанах и, следовательно, стоит ли вообще участвовать в лотерее. Другими словами, пусть выдающиеся инвесторы — как и все остальные — не знают точно, что готовит им будущее, зато они обладают пониманием будущих тенденций, превышающих средний уровень.

Здесь я позволю себе несколько отклониться от темы. Большинство людей считает, будто успешно планировать будущее можно, формулируя мнение — возможно, с использованием распределения вероятности — о том, что должно произойти. Я вижу здесь не одно, а два условия. Помимо мнения о том, чему предстоит случиться, человек должен иметь представление о вероятности того, что его мнение окажется правильным. Некоторые события могут быть предсказаны со значительной степенью уверенности (например: принесет ли данная облигация инвестиционного уровня обещанный процент?), некоторые предполагают сомнения (останется ли

Амазон лидером в розничной интернет-торговле через десять лет?), а некоторые совершенно непредсказуемы (повысится или опустится фондовый рынок в следующем месяце?). Я хочу особо отметить, что не все предсказания нужно рассматривать как одинаково достоверные и, следовательно, одинаково полагаться на них. Сомневаюсь, что люди в большинстве своем относятся к этому так серьезно, как следовало бы.

* * *

Можно охарактеризовать выдающегося инвестора, описанного выше, как человека, который благодаря хорошему пониманию тенденций способен увеличить шансы в свою пользу.

Допустим, в кувшине находятся 100 шаров; часть из них черные, часть — белые. На выпадение какого цвета вам следует поставить?

- Если вам ничего не известно о содержании кувшина, пари сведется к простой догадке: неинформированному предположению. Точно так же обстоит дело, если вы знаете, что там по 50 черных и белых шаров. Можно с равным успехом поставить как на черный, так и на белый, но при этом вы не сможете получить более чем 50:50 шансов на выигрыш. Таким образом, пари следует считать дурацким, если вам не предлагают, по крайней мере, равных шансов — и если вы должны платить (в инвестировании это комиссия или разница между ценой продажи и покупки) за право играть. Пари на черное или белое при равных шансах не может быть очень прибыльным, разве что вам повезет, а удача — не такая вещь, на которую стоит рассчитывать. Тот, кто ничего не знает о содержимом кувшина, не может получить надежного дохода от подобного пари.
- Но что, если вы обладаете особой способностью проникать взглядом в содержимое кувшина? Допустим, вам известно, что там 70 черных шаров и 30 белых. Это могло бы позволить вам побеждать чаще, чем проигрывать. При возможности поставить \$10 на черное против того, кто считает, что шансы равны, вы будете в 70% случаев выигрывать по \$10 и лишь в 30% случаев терять по \$10, т.е. ожидаемая прибыль составит \$40 за 10 выборов. (Учтите: такими будут средние результаты при большом количестве попыток, а вот на коротком отрезке случайность внесет в них заметные вариации).
- Конечно, соперник по пари согласится на равные условия ставки на черное, а) если не будет знать, что 70% шаров черные и лишь 30% — белые, и б) если он не будет знать, что вам это известно.

Зная о содержимом кувшина столько же, сколько и вы, он согласился бы лишь на 30:70 шансов на черное, и пари вновь стало бы бездоходным.

- Другими словами, чтобы побеждать в этой игре чаще, чем проигрывать, вы должны обладать преимуществом знаний. Именно этим и отличается выдающийся инвестор: он знает о будущих тенденциях больше, чем другие.
- Все же важно помнить о том, на что я указывал ранее: даже если вы знаете вероятность — то есть если вы обладаете выдающимся чутьем на тенденции, — все равно вы не можете знать, какое конкретно событие произойдет. Даже если в кувшине 70 черных и 30 белых шаров, вам не известно, который из них выпадет следующим. Да, вероятнее, что он окажется черным, а не белым, однако в 30% случаев будут выпадать белые шары. Когда в кувшине имеются и белые, и черные шары, и особенно если при выборе шара задействованы случайные и внешние силы, относительно результата не может быть никакой уверенности.
- Но, как говорится, если бы успех был гарантирован, не стоило бы и браться за игру. Преимущество, которое дает осведомленность о тенденциях, достаточно для того, чтобы в конце концов добиться успеха.

* * *

И это приводит нас к выигрышу от понимания циклов. Средний инвестор знает об этом очень немного.

- Он не полностью понимает природу и важность циклов.
- Недостаточная продолжительность практики не дала ему возможности пережить много циклов.
- Он не изучал финансовую историю, позволяющую извлечь уроки из прошлых циклов.
- Он воспринимает среду прежде всего как множество независимых событий, не обращая внимания на повторяющиеся процессы и стоящие за ними причины.
- Что самое важное: он не понимает значения циклов и тех подсказок по поводу действий, которые можно извлечь из цикличности.

Выдающийся инвестор не упускает из виду циклы. Он принимает к сведению, повторяются ли прошлые модели, получает представление о том, в каких фазах различных существенных циклов мы находимся, и знает, что все это сказывается на его действиях. Это позволяет ему делать полезные выводы о циклах и нашем местонахождении в них. В частности:

- Располагаемся ли мы вблизи от начала подъема или в поздних стадиях?
- Если конкретный цикл некоторое время развивается, не завлек ли он нас уже на опасную территорию?
- Чем, судя по поведению, руководствуются инвесторы: алчностью или страхом?
- Какое они, соответственно, производят впечатление: не склонных к риску или до глупости терпимых к риску?
- Перегрет ли рынок (и переоценен) или, напротив, холоден (и, следовательно, дешев) из-за циклических явлений?
- С учетом всего вышеизложенного какое поведение диктует наше положение в цикле: следует ли сделать упор на оборонительности или агрессивности?

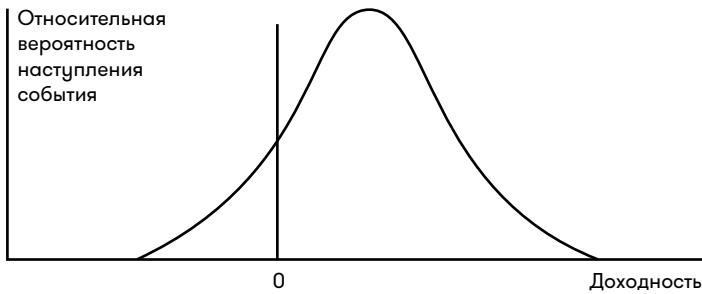
Внимание к этим элементам дает выдающемуся инвестору преимущество, которое позволяет ему побеждать чаще, нежели проигрывать. Он понимает тенденции и соотношения шансов; то есть он знает о цвете шаров в кувшине нечто такое, чего не знают другие. У него есть чутье по поводу соотношения шансов на выигрыш и на проигрыш, и, следовательно, он способен осознанно инвестировать больше, когда шансы благоприятны, и меньше в противоположной ситуации. Важно отметить, что все это можно оценить на основе наблюдений за текущим положением дел. Как будет видно в последующих главах, такие наблюдения могут помочь в подготовке к будущему, не требуя умения его предсказывать.

Не забывайте, что местоположение в различных циклах оказывает сильное влияние на шансы. Например, как мы увидим в последующих главах, возможности для инвестиционной прибыли улучшаются, когда:

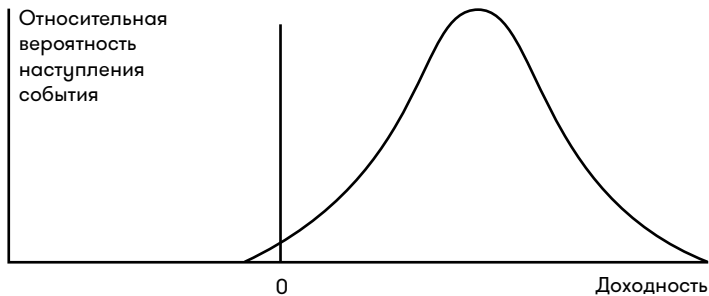
- подъем экономики и прибыль компании более вероятны, нежели снижение;
- психологическое состояние инвестора скорее уравновешенное, а не возбужденное;
- инвесторы ощущают риск или — что еще лучше — чрезмерно обеспокоены из-за риска;
- рыночные цены не поднялись слишком высоко.

Циклы существуют во всех этих областях (и не только), и знание о своей позиции внутри них может помочь нам склонить шансы в свою пользу. Иными словами, прохождение через цикл репозиционирует распределение вероятности, управляющее будущими событиями. Пожалуй, следует проиллюстрировать это положение относительно окупаемости инвестиций.

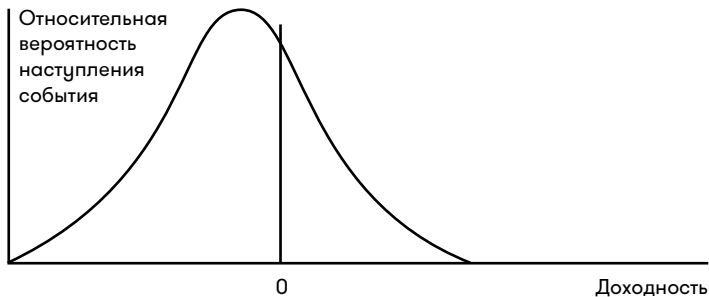
Когда позиция в различных циклах нейтральна, то и перспектива для доходов «нормальная».



При благоприятной позиции в цикле распределение вероятности сдвигается вправо, и перспектива доходности склоняется в нашу пользу. Выгодная позиция в циклах увеличивает вероятность прибыли и, соответственно, уменьшает ее для потерь.



Но в случае опасных экстремумов циклов шансы обращаются против нас, что означает ухудшение вероятностной обстановки. Шансы на выгоду уменьшаются, зато увеличиваются шансы на потери.



Точно так же обстоят дела, когда позиция изменяется лишь в одном цикле. Например, независимо от того, что происходит с экономикой и прибылью компании (то есть, как говорят ученые, *ceteris paribus* или «при прочих равных условиях»), перспектива для доходов лучше, когда инвесторы

Конец ознакомительного фрагмента.

Приобрести книгу можно

в интернет-магазине

«Электронный универс»

e-Univers.ru