

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 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 талантливого 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 предопределенный 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 барабане 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?

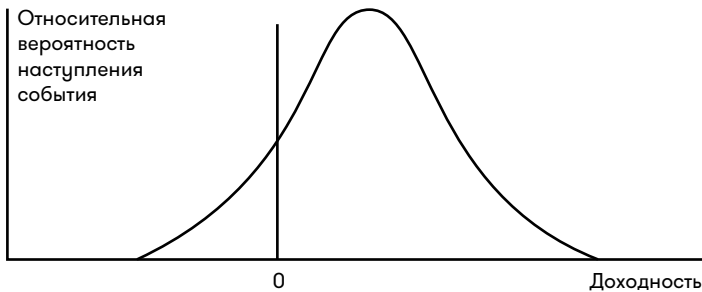
Внимание к этим элементам дает выдающемуся инвестору преимущество, которое позволяет ему побеждать чаще, нежели проигрывать. Он понимает тенденции и соотношения шансов; то есть он знает о цвете шаров в кувшине нечто такое, чего не знают другие. У него есть чутье по поводу соотношения шансов на выигрыш 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:

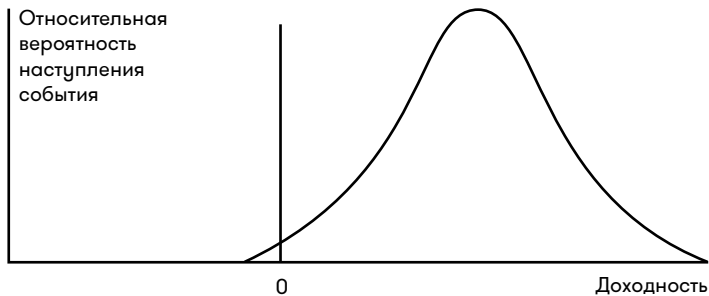
- подъем экономики и прибыль компании более вероятны, нежели снижение;
- психологическое состояние инвестора скорее уравновешенное, а не возбужденное;
- инвесторы ощущают риск или — что еще лучше — чрезмерно обеспокоены из-за риска;
- рыночные цены не поднялись слишком высоко.

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.

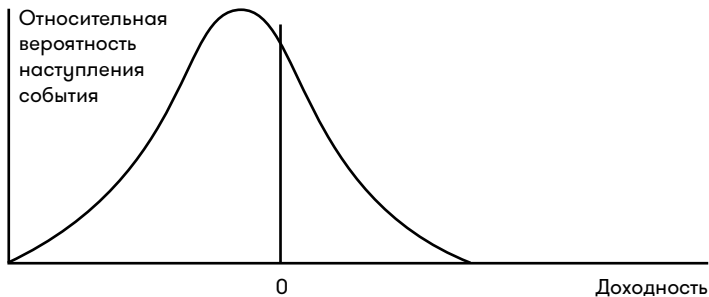
Когда позиция в различных циклах нейтральна, то и перспектива для доходов «нормальная».



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

подавлены и напуганы (что позволяет ценам на актив падать), и хуже, когда они охвачены эйфорией и впадают в жадность (и цены поднимаются).

Шансы изменяются вместе с изменением позиций в циклах. Отказ от перемены своей инвестиционной позиции вместе с ними означает пассивность относительно циклов; другими словами, мы игнорируем возможность склонить шансы на свою сторону. Зато, показав определенную осведомленность относительно циклов, мы можем увеличить свои ставки и разместить их в более агрессивные инвестиции, когда шансы на нашей стороне, или же забрать деньги со стола и увеличить оборонительность, когда они против нас.

Изучающий циклы не знает в точности, что произойдет дальше — точно так же, как осведомленный о соотношении шаров в кувшине не знает, какой сейчас выпадет цвет. Зато у обоих есть преимущество знаний о вероятном. Понимание знатоком циклов и умение верно угадать местоположение в цикле значительно укрепляют те способности инвестора, которые позволяют достичь выдающихся достижений. Участник пари, знающий о том, что шары разных цветов находятся в соотношении 70:30, имеет преимущество перед своим оппонентом. Аналогичное положение у инвестора, который лучше других знает свое местоположение в цикле. Цель этой книги — помочь вам стать таким человеком.

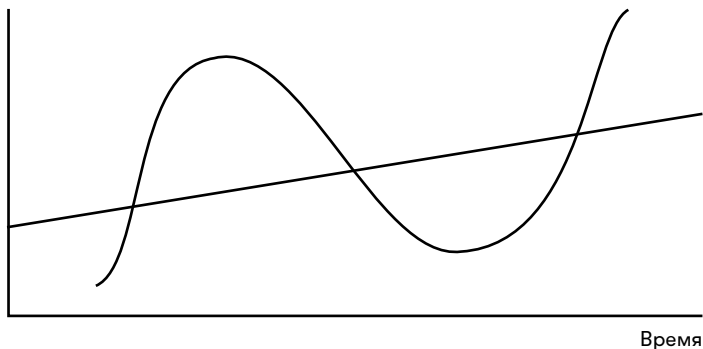
Для этого я опишу множество циклических процессов, которые наблюдал в режиме реального времени. Разброс может показаться преувеличенным и, возможно, таковым и является на самом деле, поскольку примеры выбирались из опыта протяженностью в полвека, чтобы усилить точку зрения. Может сложиться впечатление, что рассматриваемые события были сжаты во времени, тогда как в действительности их развитие продолжалось месяцы и годы. Но все эти циклы реальны и, надеюсь, прояснят мою идею.

ГЛАВА II *Природа циклов*

Люди в большинстве своем воспринимают циклы как серии событий. И также понимают, что эти события регулярно следуют друг за другом в обычной последовательности: подъемы сопровождаются спадами производства, а затем следуют новые подъемы. Но для полного понимания циклов такого представления недостаточно. События в цикле следует рассматривать не как независимые, следующие одно за другим, а — что гораздо важнее — как цепь, в которой каждое предыдущее звено порождает следующее.

При встречах клиенты Oaktree почти всегда просят, чтобы я помог им понять, что происходит в мире или на рынке. Обычно их интересует какой-нибудь конкретный цикл и наше местоположение в нем. Я всякий раз достаю лист бумаги и набрасываю рисунок для иллюстрации обсуждения.

На нем обычно изображена прямая, начинающаяся в левой нижней части графика и поднимающаяся направо. Вторая линия, кривая, колеблется вокруг первой вверх и вниз. Вместе они выглядят вот так:



Во время подготовки к работе над данной книгой я покопался в бумагах, связанных с Oaktree, и нашел там множество подобных графиков. Я использовал их для описания нескольких различных явлений, и все они были проаннотированы по-разному. Но каждый был связан с циклом, достойным рассмотрения. Именно этим циклическим феноменам и будут в основном посвящены главы в этой книге.

Прежде чем продолжить обсуждение циклов, я хочу вернуться к одному из пунктов, затронутых в «О самом важном». Сознаю, что временами

перехожу от рассмотрения взлетов и падений циклов к колебаниям маятников из стороны в сторону, именуя циклами некоторые явления и (как будет видно в главе VII) маятником — другие (обычно связанные с психологией). Я могу в одном случае говорить о данном явлении как о цикле, а в другом — как о маятнике. Но на пристрастный вопрос о том, какое различие между тем и этим и почему явление отнесено к одному классу, а не к другому, я могу и затрудниться с ответом.

Я склонен к визуализации мышления, и, возможно, поэтому мне легче описывать связь между циклами и маятниками с помощью изображения. Как будет подробно описано позже, циклы колеблются вокруг средней точки (или долговременного тренда). Точно так же маятники подвешены над средней точкой (или нормой) и качаются взад и вперед по отношению к ней. Но если взять маятник в точке подвеса, повернуть его в сторону и одновременно с качанием толкнуть его слева направо, что получится? Цикл.

Тут действительно нет никакой принципиальной разницы. Я признаю, что маятник есть лишь частный случай цикла или, возможно, только особый способ сослаться на определенные циклы. Лично мне основания для того, чтобы именовать некоторые явления циклами и другие — маятниками, совершенно ясны. Надеюсь, что вы тоже их увидите. Или по меньшей мере надеюсь, что использование мною двух этих терминов не помешает вам извлечь пользу из этой книги.

Суть дела в том, что миру, в котором обитают инвесторы, присущи взлеты и падения циклов и колебание маятников вперед и назад. Циклы и колебание маятников проявляются во многих формах и касаются самых разнообразных явлений, но их базовые причины — и образуемые ими модели — имеют много общего и сохраняют известную тенденцию к похожести на протяжении длительного времени. Или, как гласит афоризм, приписываемый Марку Твену (хотя доказательств его авторства пока не найдено), «История не повторяется, но рифмуется».

Твен ли это сказал или кто-то другой, но эта сентенция вмещает в себя многое из того, о чем говорится в книге. Циклы различаются в своих причинах и частностях, по продолжительности и размаху, но взлеты и падения (и причины для них) будут случаться всегда, вызывая изменения инвестиционной среды — и, соответственно, поведения, которое она определяет.

Центральная линия в моих рисунках представляет собой середину, вокруг которой происходит колебание цикла. У нее может быть подразумеваемое направление или долговременный тренд (Webster's New Collegiate Dictionary трактует это слово следующим образом: «долговременный — составляющий или связанный с долгим периодом неопределенной продолжительности»), который обычно имеет восходящую направленность. Так, на протяжении длительных отрезков времени и в конечном счете

экономика имеет тенденцию расти, прибыль компаний имеет тенденцию увеличиваться, и (в значительной степени из-за этих двух причин) рынки тоже имеют тенденцию к росту. И если бы эти события относились к числу природных, описываемых научными методами, то экономика, компании и рынки могли бы развиваться по прямой и с постоянным темпом прироста (по крайней мере, некоторое время). Но они не таковы, и поэтому ведут себя иначе.

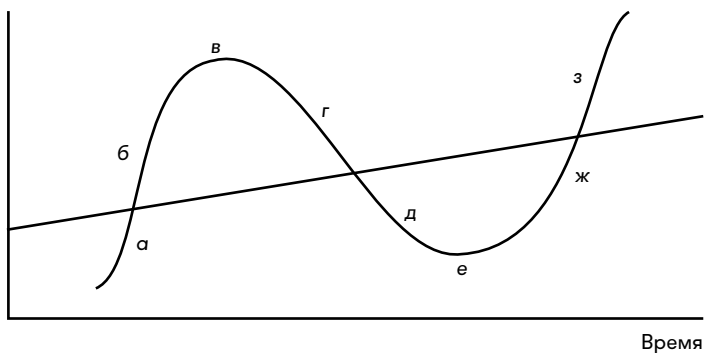
Суть в том, что на ход этих событий в краткосрочном плане сильно влияет, помимо прочего, деятельность людей, а люди отнюдь не отличаются постоянством. Напротив, они частенько подвержены колебаниям, причины которых можно объединить под широкой вывеской «психология». И так, поведение людей меняется... конечно, в соответствии с изменениями среды, но иногда и в отсутствии таких изменений.

Книга в большей степени посвящена колебаниям явлений относительно средней позиции или в долгосрочном плане. Люди, не понимающие колебаний, сбиваются с толку, теряются или, что еще хуже, поддерживают и усиливают их. Однако, как я отмечал выше, это часто обеспечивает возможность прибыли для тех, кто понимает, распознает и использует в своих интересах циклические явления.

* * *

Стоит несколько секунд посмотреть на мои графики, и станет понятно, что движение циклических явлений можно разложить на несколько легко опознаваемых фаз:

- а)** восстановление после нижнего экстремума депрессии (минимума) до среднего уровня;
- б)** продолжающееся движение от среднего уровня до верхнего экстремума (максимума);



- в) пребывание на верхнем уровне;
- г) нисходящая коррекция от максимума к среднему уровню;
- д) продолжение нисходящего движения через средний уровень к минимуму;
- е) достижение минимума;
- ж) следующее восстановление до среднего уровня;
- з) и снова продолжающееся движение от среднего уровня до нового максимума.

В связи с вышеупомянутым важно отметить, что для цикла не может быть речи о единственной «отправной точке» или «конечном пункте». Любую из перечисленных фаз можно описать как представление начала цикла... или его конца... или любого промежуточного этапа.

Неискушенному рассказчику может показаться, что легче говорить о начале цикла, но кто-то более осведомленный может счесть такой подход чрезвычайно трудным. Вот то, что я написал на эту тему в статье «Теперь все плохо?» (Now It's All Bad?) (сентябрь 2007 г.):

Когда я работал в TCW, Генри Киссинджер был членом правления, и я имел уникальную возможность несколько раз в год слушать его рассуждения о международных делах. Кто-то мог спросить его: «Генри, не могли бы вы пояснить вчерашние события в Боснии?», и он отвечал: «Знаете ли, в 1722 году...». Дело в том, что события, развивающиеся по типу цепной реакции, можно понять лишь в контексте того, что происходило прежде.

Если кто-то спрашивает: «Как мы сюда попали?» или: «Каким образом нас занесло так высоко (или низко)?», объяснение может быть основано только на предшествовавших событиях. Однако, как говорится, трудно понять лишь одно: насколько далеко в прошлое следует относить отправную точку вашего рассказа.

Меня часто спрашивают: «Что приводит цикл в движение?» или «Далеко ли еще до конца цикла?» Такие вопросы я считаю неуместными, поскольку циклы не имеют ни начала, ни конца. Куда толковее был бы вопрос: «Какие причины обусловили начало нынешнего подъема?», «Далеко ли мы продвинулись от начала восходящей фазы цикла?» или «Далеко ли еще до конца снижения?». Можно даже спросить, далеко ли до конца цикла, если вы определите период цикла от пика до следующего пика или от падения до падения. Но — при отсутствии такого определения — у циклов нет определенного начала, и, полагая, они никогда не будут заканчиваться.

* * *

Как я уже говорил, цикл колеблется вокруг средней линии. Средняя линия цикла вообще считается долговременным трендом, нормой, средней или «золотой серединой» и обычно рассматривается как «нормальная и надлежащая». Экстремумы цикла, напротив, считаются отклонениями или эксцессами, носящими преходящий характер, и таковыми они, в общем, и являются. При том, что значение циклического явления большую часть времени находится выше или ниже этого уровня, последующая часть движения, как правило, обращена к середине. Движение верхнего и нижнего экстремума к среднему уровню, часто описываемое как «возврат к норме», — это сильная и очень рациональная тенденция, присущая большинству слоев общества. Но, вернувшись к упомянутым выше стадиям цикла, можно также заметить, что циклическая модель, в общем, включает в себя столько же движения от стабильной середины к потенциально неустойчивому экстремуму (фазы б, д и з на вышеприведенном графике), сколько и движения от экстремума к срединному положению (а, г и ж).

Рациональный средний уровень вообще обладает своеобразным магнитным притяжением, которое влечет периодическое явление из экстремального положения к «нормальному». Но обычно оно не задерживается надолго в интервале нормальности, поскольку воздействие движущей силы продолжается и заставляет объект в движении от экстремума миновать середину и двигаться дальше, к противоположному крайнему положению.

Важно признать и принять надежность этой модели. Конкретные данные меняются — распределение по времени, продолжительность, скорость и сила размахов и, что очень важно, причины для них — и, вероятно, именно это и описывает афоризм Твена о неповторяющейся истории. Но базовые движущие силы обычно схожи. В частности, это означает, что колебательное движение от верхнего или от нижнего уровня почти никогда не останавливается в середине... независимо от того, насколько «правильной» или «надлежащей» она является. Продолжение движения через середину в сторону противоположного экстремума следует считать почти гарантированным. Например, крайне редко бывает, что рынки идут от «недооценки» к «справедливой оценке» и останавливаются там. Обычно существенное улучшение обстановки и возрастающий оптимизм, которые вывели рынки из депрессии, остаются в силе, вынуждая перейти через «справедливую оценку» в область «переоценки». Это не обязательно, но случается именно так.

* * *

Чем дальше от середины отходит циклическое явление — то есть чем больше отклонения или эксцессы, — тем больше потенциал ущерба, которое

оно способно причинить. Если размах в сторону экстремума оказывается шире, то и возвратное движение, вероятно, будет сильнее, и следует ожидать большего ущерба, поскольку действия, соответствующие крайней стадии цикла, оказываются неприемлемыми в его других фазах.

Другими словами, потенциал негативного развития событий увеличивается по мере удаления от середины: когда дела в экономике и бизнесе обстоят «слишком хорошо» и курсы акций оказываются «слишком высокими». Рост сменяется коррекциями, «бычьи» рынки — «медвежьими». Но бум и пузыри сопровождаются куда более вредными депрессиями, катастрофами и паникой.

* * *

Что представляет собой середина, вокруг которой происходит циклическое колебание? Как я уже отметил, она часто оказывается точкой долговременного тренда. Например, валовой внутренний продукт экономики может в течение нескольких десятилетий показывать годовой темп роста, скажем, 2%. Но в одни годы рост будет быстрее, в другие — медленнее, а в какие-то — даже отрицательным. Показатели отдельных лет обычно представляют собой часть цикла, опирающегося на базовый долговременный тренд.

Следует помнить, что долговременный темп роста также может быть подвержен циклическому воздействию, но с еще более долговременной периодичностью, более постепенному. Чтобы увидеть его, необходимо отступить дальше. Например, существование цивилизаций происходит в соответствии с долговременными моделями взлетов и падений — вспомните, например, Римскую империю, — и краткосрочные циклы, о которых мы ведем речь, состоят из подъемов и спадов вокруг долговременного тренда (см. с. 48–50).

То же самое может быть верным для отраслей индустрии. Но поскольку протяженность долгосрочных циклов измеряется не кварталами и годами, а десятилетиями и столетиями — и поэтому они могут охватывать периоды времени, превышающие продолжительность жизни любого наблюдателя, — их бывает затруднительно опознать в режиме реального времени и учесть для процесса принятия решений.

Вот то, что я написал об этом в заметке «Взгляд издалека» (The Long View) (январь 2009 г.):

В одной старинной притче говорится о нескольких слепцах, которые, скитаясь по Индии, наткнулись в пути на слона. Все они, ощупывая разные части животного — хобот, ногу, хвост или ухо — по-своему описывают слона, исходя из того, какая часть его тела попала под руку. Мы подобны тем слепцам.

Даже хорошо понимая отдельные события, происходящие на наших глазах, мы затрудняемся сложить их в единое целое. Пока мы не сумеем рассмотреть целое в действии, наше знание ограничивается теми частями, которых мы коснулись...

...некоторые из важнейших уроков касаются потребности в а) изучении и усвоении событий прошлого и б) ощущении циклического характера явлений. Вблизи слепец может принять ногу слона за дерево — и близорукий инвестор может подумать, что тенденция к повышению (или снижению) продлится вечно. Зато, отстранившись и рассмотрев продолжительный отрезок истории, можно осознать, что долгосрочный цикл повторяется, и понять, в какой его фазе мы находимся.

* * *

Сейчас самое подходящее время для того, чтобы сделать одно из важнейших замечаний о природе циклов. Людям, как правило, свойственно представлять себе циклы в виде упомянутых выше фаз и считать их сериями событий. Они понимают, что эти события регулярно следуют друг за другом в обычной последовательности: подъемы сопровождаются спадами, после которых наступают новые подъемы.

Но для полного понимания циклов этого недостаточно. События, составляющие цикл, следует рассматривать не просто в последовательности, а — что куда важнее — во взаимосвязи, при которой каждое из событий порождает следующее. Например:

- В движении к экстремуму явление получает и накапливает энергию. Со временем его вес увеличивается, что затрудняет удаление от среднего уровня, и явление достигает крайнего положения, дальше которого продвинуться не может.
- То есть движение в этом направлении прекращается. И как только это случается, сила притяжения заставляет явление двинуться в сторону центральной тенденции или средней линии с энергией, накопленной во время удаления от нее.
- И, перемещаясь из крайнего положения к середине, рассматриваемое явление набирает импульс, который заставляет его проскакать средний уровень и продолжать удаляться от него к противоположному экстремуму.

Таким образом, цикл в экономическом или инвестиционном мире состоит из серии событий, каждое из которых содержит истоки следующего. Процесс, описанный в трех отмеченных выше пунктах, схож с физическим, которым также управляют притяжение и импульс. Но, как я уже отмечал

и буду впоследствии говорить подробнее, самые важные отклонения от общего тренда — и вариации временных характеристик, скорости и размаха этих отклонений — в значительной степени произведены психологическими флуктуациями.

Если считать источником большей части энергии или импульса человеческую психику, а не физические параметры, то три рассмотренных пункта довольно хорошо объясняют колебания и разбросы, которым инвесторы хотят противостоять. В последующих главах много внимания будет уделено тем способам, посредством которых события в циклах любого типа порождают то, что произойдет дальше.

Так как мы исходим из представления о циклах как о чередовании причин и следствий, эта книга содержит несколько поэтапных описаний последовательностей событий, имевших место в прошлом. Цель каждого такого случая будет состоять в том, чтобы проиллюстрировать, чем было вызвано каждое событие в последовательности и как оно повлияло на будущее. Может показаться, что эти описания повторяются, и действительно, к некоторым из них я обращусь не раз (хотя и относительно различных аспектов). Но я рассчитываю, что примеры из реальной жизни мира помогут читателям достичь цели — понимания циклов и определения своего места в них.

* * *

Чрезвычайно важно отметить эту причинную связь: циклы, о которых я говорю, состоят из серии событий, которые вызывают к жизни последующие. Но также важно отметить, что поскольку циклы, связанные с этими последовательными событиями, происходят во множестве областей, циклические события в одной области также влияют на циклы в других областях. Таким образом, экономический цикл влияет на цикл прибыли. Корпоративная информация, содержание которой определено циклом прибыли, влияет на отношение инвесторов. Отношения инвесторов влияют на рынки. А события на рынках влияют на цикл доступности кредита... который влияет на экономику, компании и рынки.

На циклические события влияют как эндогенные события (включая циклические события, которые предшествуют им), так и экзогенные события (события, происходящие в других областях). Многие из последних — но далеко не все — являются составляющими других циклов. Осознание этих причинных взаимодействий дается нелегко, зато в нем содержится значительная часть ключей к пониманию инвестиционной среды и успешным действиям в ней.

Следует понимать, что хоть я и рассматриваю циклы как отдельные и дискретные, в действительности это не совсем так. Я предлагаю читателям

плавное повествование, описывающее работу каждого типа цикла по отдельности, из которого сложится впечатление, что каждый цикл живет собственной независимой жизнью. Может также сложиться впечатление, что в цикле одного типа движение в данном направлении заканчивается до начала, связанного с данным колебанием или порожденным им колебанием в цикле другого типа — то есть будто они осуществляются последовательно и независимо. Другими словами, я попытаюсь обсудить каждый тип цикла в отдельности... хотя на самом деле они существуют не в изоляции.

Из моего описания может показаться, что различные циклы независимы друг от друга и самодостаточны. Кажется, будто что-то происходит в цикле А, который воздействует на цикл В, который воздействует на цикл С, который мог бы, в свою очередь, оказать влияние на цикл А. То есть цикл А, повлияв на цикл В, переходит в режим простоя, а в это время цикл В оказывает влияние на цикл С. На самом деле происходит не так.

Взаимосвязи между различными циклами никогда и близко не будут столь упорядоченными, какими они предстают в моих рассуждениях. Да, различные циклы работают сами по себе, но при этом непрерывно затрагивают друг друга. Я пытаюсь мысленно выбирать из ткани отдельные нити и рассматривать их поодиночке; именно так и построена эта книга. Но корректно действующие изолированные циклы, которые будут описаны в книге, существуют только как аналитическая концепция. В реальной жизни они представляют собой запутанный клубок взаимосвязанных явлений, которые невозможно полностью разделить. А воздействует на В (и С), В воздействует на А (и С), и они все вместе влияют на D, который влияет на каждое из них. Они все переплетены друг с другом, но мы, если хотим понять циклы и их действие, должны рассматривать их методично и строго.

* * *

И, пожалуй, я в форме некоей «литературной смеси» укажу на еще несколько особенностей природы циклов, важных для полного понимания явления (начиная с нескольких тезисов моей статьи «Невозможно предсказать, можно подготовиться»², ноябрь 2001 г.):

- **Циклы неизбежны.** Время от времени наступает продолжительный период подъема или снижения и/или пребывания в значительном экстремуме, и начинаются разговоры, что «сейчас все не так, как бывало прежде».

2 Marks H. You Can't Predict, You Can Prepare.