

Cuprins

Introducere	009
Notele autorului	016
1. De ce să studiem ciclurile?	019
2. Natura ciclurilor	034
3. Regularitatea ciclurilor	052
4. Ciclul economic	061
5. Implicarea statului în ciclul economic	085
6. Ciclicitatea în realizarea profiturilor	092
7. Pendulul psihologiei investitorului	102
8. Ciclicitatea în atitudinile față de risc	124
9. Ciclul creditului	166
10. Ciclul datoriei neperformante	196
11. Ciclul imobiliar	204
12. Puse toate laolaltă – ciclul pieței	222
13. Cum facem față ciclurilor din piață	246
14. Poziționarea în cadrul ciclului	290
15. Limitele abordării	307
16. Ciclul succesului	315
17. Viitorul ciclurilor	332
18. Esența ciclurilor	342

Introducere

Cu câțiva ani în urmă am scris *Cel mai important lucru. Gândirea neconvențională a oricărui investitor atent*, despre locul în care investitorii ar trebui să-și dirijeze atenția la maximum. În ea, am spus că „cel mai important lucru este să fii atent la cicluri“. Adevărul este, însă, că am aplicat eticheta „cel mai important lucru“ și altor nouăsprezece lucruri. În investiții nu există un singur lucru care să fie cel mai important. Fiecare dintre cele douăzeci de elemente pe care le-am discutat în *Cel mai important lucru* este absolut esențial pentru oricine vrea să fie un investitor de succes.

Vince Lombardi, legendarul antrenor al echipei Green Bay Packers, avea o vorbă pentru care a rămas celebru: „Să câștigi nu e totul; e unicul lucru“.

N-am reușit niciodată să-mi dau seama ce a vrut realmente să spună Lombardi, dar n-am nicio îndoială că el considera victoria cel mai important lucru. La fel, nici eu nu pot să spun că înțelegerea ciclurilor este totul în investiții sau că este singurul lucru, dar pentru mine cu siguranță este foarte aproape de capul listei.

Majoritatea investitorilor de înaltă clasă pe care i-am cunoscut de-a lungul anilor au un simț extraordinar pentru modul cum funcționează piețele în general și unde ne aflăm în ciclul curent. Simțul acela le permite să obțină rezultate superioare în poziționarea portofoliilor pentru ce va urma. Buna sincronizare cu ciclul pieței - combinată cu o abordare eficace a investițiilor și implicarea unor oameni

excepționali - explică în foarte mare parte succesul firmei mele, Oaktree Capital Management.

Din acest motiv - și pentru că mă intrigă în mod deosebit ceva la fluctuațiile ciclice - și pentru că locul unde ne aflăm în cadrul ciclului este unul dintre lucrurile pe care le întrebă cel mai des clienții mei - și, în sfârșit, pentru că s-au scris atât de puține despre natura esențială a ciclurilor - am decis ca urmarea la *Cel mai important lucru* să fie o carte dedicată în întregime explorării ciclurilor. Sper să vă fie de folos.

U nele tipare de evoluție și evenimente se repetă cu regularitate în mediul nostru, influențându-ne comportamentul și viețile. Iarna este mai rece și cu mai multă ninsoare decât vara, iar pe timp de zi avem mai multă lumină decât noaptea. Așadar, facem planuri să mergem la schi iarna, să ieșim cu barca vara, să muncim și să ne recreăm ziua, iar noaptea să dormim. Aprindem luminile când se lasă seara și le stingem când mergem la culcare. Scoatem de la păstrare hainele groase când se apropie iarna și costumele de baie când vine vara. Deși unii oameni înoată în ocean iarna pentru fiorii de adrenalină, iar alții aleg să muncească în tură de noapte ca să aibă ziua liberă, cei mai mulți dintre noi urmăm ritmurile circadiene normale, ca să ne fie mai ușor în viața de zi cu zi.

Noi, oamenii, ne folosim capacitatea de a recunoaște și de a înțelege tiparele ca să ne facem deciziile mai ușor de luat, ca să ne sporim beneficiile și ca să evităm suferința. Aspect important, ne bazuim pe cunoașterea tiparelor recurente ca să nu trebuiască să analizăm de la zero fiecare decizie. Știm că uraganele sunt mai probabile în septembrie, deci evităm Caraibele în perioada aceea a anului. Noi, new-yorkezii, ne planificăm vizitele mai la sud, în Miami și Phoenix, pentru lunile de iarnă, când diferența de temperatură este una pozitivă, nu negativă. Și nu trebuie să ne trezim în fiecare zi din

ianuarie având de hotărât dacă să ne îmbrăcăm pentru o vreme caldă sau una rece.

Sistemele economice, companiile și piețele funcționează și ele urmărind niște tipare. Unele dintre aceste tipare le numim de obicei cicluri. Ele sunt rezultatul unor fenomene naturale, dar, aspect foarte important, și al fluctuațiilor psihologiei umane, cu comportamentele pe care acestea le determină. Dat fiind că psihologia și comportamentul oamenilor joacă un rol atât de important în crearea lor, ciclurile economice nu au periodicitatea ceasului și a calendarului, dar vor da în continuare naștere unor momente mai propice și mai puțin propice pentru a face anumite lucruri. Și pot să exercite un efect profund asupra investitorilor. Dacă suntem atenți la cicluri, putem să ieșim în avantaj. Dacă studiem ciclurile din trecut, le înțelegem originile și importanța și stăm cu ochii pe ciclul următor, nu trebuie să mai inventăm încă o dată roata ca să înțelegem fiecare mediu investițional de la zero. Și riscăm mai puțin să fim luați prin surprindere de evenimente. Putem să valorificăm aceste tipare recurente ca să ne îmbunătățim performanța.

011

Mesajul meu principal este că trebuie să dăm atenție ciclurilor; probabil ar trebui să spun că ar fi bine „să le ascultăm“. Dicționarul limbii engleze vine cu două definiții înrudite, dar distincte, pentru verbul „a asculta“. Prima este „a urmări îndeaproape, cu scopul de a auzi“. Cea de a doua este „a lua aminte“. Ambele definiții sunt relevante pentru subiectul despre care scriu eu aici.

Ca să poziționeze corect un portofoliu, în funcție de ce se petrece în mediul înconjurător - și de ceea ce implică acesta în privința viitorului piețelor -, investitorul trebuie să mențină un grad ridicat de atenție. Evenimentele li se întâmplă în mod egal tuturor celor care acționează într-un

mediu dat. Dar nu toată lumea le ascultă în mod egal, în sensul de a le acorda atenție, de a fi conștient de ele, și, ca urmare, de a putea să le aprecieze importanța.

Și cu siguranță nu toată lumea le conștientizează în mod egal. Prin „a lua aminte“ eu înțeleg „a da ascultare, a ține cont, a se lăsa călăuzit de (ceva) sau a băga de seamă“. Probabil că aș putea să transmit mai bine acest sens de „luare aminte“ al ascultării dacă îi înșir antonimele: a ignora, a nesocoti, a respinge, a scăpa din vedere, a neglija, a desconsidera, a nu lua în seamă, a nu da ascultare, a rămâne surd sau a nu fi atent la (ceva). Invariabil, investitorii care nu țin seama de locul unde se află într-un ciclu vor avea de suferit consecințe grave.

012 Ca să obțină maximum de câștig din această carte - și ca să facă o treabă excelentă din exploatarea ciclurilor -, un investitor trebuie să învețe să recunoască ciclurile, să le evalueze, să se uite după instrucțiunile pe care acestea le implică și să facă ce îi spun ele să facă. (Vezi nota autorului de mai jos, cu privire la felul cum folosesc eu pronumele personale masculine.) Dacă un investitor ascultă în acest sens, va putea să transforme ciclurile dintr-o forță sălbatică și incontrolabilă care provoacă haos într-un fenomen care poate fi înțeles și valorificat: un filon prețios care poate să fie exploatat în scopul obținerii unui plus semnificativ de performanță.

O filosofie investițională câștigătoare poate fi creată numai prin combinarea unui număr de elemente esențiale:

- Studiile de specialitate în contabilitate, finanțe și economie asigură fundamentul necesar, dar departe de a fi și suficient.
- O viziune asupra modului în care funcționează piețele este importantă - trebuie să ai una, înainte de a porni să

investești, dar trebuie să-i adaugi elemente suplimentare, s-o pui la îndoială, s-o rafinezi și s-o reformulezi pe măsură ce mergi mai departe.

- Unele dintre opiniile tale inițiale vor proveni din ceea ce ai citit, deci cititul este un element de bază esențial. Citind în continuare, vei putea să-ți sporești eficacitatea abordării - atât adoptând ideile care ți se par atrăgătoare, cât și neluându-le în seamă pe cele care nu te atrag. Un lucru important: contează enorm să citești și în afara granițelor stricte ale activității de investiții. Legendarul investitor Charlie Munger subliniază adeseori avantajele unei lecturi de ordin general, pe diverse teme; istoria și procesele din alte domenii pot adăuga mult la eficiența metodelor și a deciziilor de investiții.

- Schimbul de idei cu colegi investitori poate să fie o sursă prețioasă de progres personal. Dată fiind natura non-științifică a investițiilor, niciodată nu poți să spui că ai învățat destul și nimeni nu deține monopolul pe intuițiile revelatoare. Investițiile pot fi o activitate solitară, dar, după părerea mea, cei care le practică în solitudine au mult de pierdut, atât în plan intelectual, cât și interpersonal.

- În sfârșit, nimic nu poate să înlocuiască, de fapt, experiența. În fiecare an am ajuns să privesc investițiile altfel și fiecare ciclu pe care l-am trăit în viață m-a învățat câte ceva despre cum să-i fac față celui următor. Recomand o carieră lungă și nu văd niciun motiv pentru care să te oprești prea curând.

Cărțile pe care le-am scris au devenit un excelent vehicul pentru a recunoaște impactul și a le mulțumi celor care au contribuit la cunoștințele mele în materie de investiții și la structura vieții mele profesionale.

- Am avut mult de câștigat citind operele lui Peter Bernstein, John Kenneth Galbraith, Nassim Nicholas Taleb și Charlie Ellis.

- Am continuat să culeg indicii de la cei pe care i-am citat în *Cel mai important lucru* și în alte locuri, printre care Seth Klarman, Charlie Munger, Warren Buffett, Bruce Newberg, Michael Milken, Jacob Rothschild, Todd Combs, Roger Altman, Joel Greenblatt, Peter Kaufman și Doug Kass. Iar, de când Nancy și cu mine ne-am mutat la New York, în 2013, ca să fim aproape de copiii noștri, am avut norocul să-i adaug acestui cerc pe Oscar Schafer, Jim Tisch și Ajit Jain. Modul de a privi lucrurile al fiecăruia dintre acești oameni a adăugat câte ceva la al meu.

- În final, aș vrea să revin la cei mai importanți colaboratori și cofondatori ai Oaktree alături de mine: Bruce Karsh, Sheldon Stone, Richard Mason și Larry Keele. Mi-au făcut onoarea de a adopta filosofia mea, ca fundament pentru abordarea de investiții a Oaktree; au aplicat-o cu pricepere (și astfel au câștigat recunoaștere pentru ea); și m-au ajutat s-o dezvolt în cei peste treizeci de ani de când suntem asociați. Așa cum se arată în cele ce urmează, Bruce și cu mine am făcut schimb de idei și ne-am susținut reciproc aproape zilnic, de-a lungul acestei perioade, iar conversațiile noastre - îndeosebi în momentele cele mai dificile - au jucat un rol cu adevărat indispensabil în dezvoltarea abordării pe care se bazează această carte despre valorificarea ciclurilor.

Vreau să le mulțumesc și celor care au avut contribuții importante la crearea acestei cărți: talentatului meu redactor de la HMH, Rick Wolff; agentului meu atât de inventiv, Jim Levine, care m-a adus lui Rick; bunei mele prietene Karen Mack Goldsmith, care m-a impulsionat să fac cartea mai atrăgătoare; și asistentei mele dintotdeauna, Caroline Heald, pentru sprijinul ei deosebit. Vreau să-i mulțumesc în mod special domnului profesor Randy Kroszner de la Facultatea Booth a Universității Chicago, care a ajutat prin revizuirea capitolelor despre ciclul economic și a intervenționismului statal.

Întrucât cunoașterea este cumulativă, dar niciodată nu o vom putea cuprinde pe deplin, aștept cu nerăbdare să învăț și mai multe în anii care vin. În investiții nu există nimic care să funcționeze de fiecare dată, din moment ce mediul se schimbă mereu, iar strădaniile investitorilor de a răspunde mediului îl fac pe acesta să se schimbe din nou. Așadar, sper să cunosc pe viitor lucruri pe care nu le știu acum și abia aștept să le împărtășesc în scrisori către investitori și cărți ce urmează să vină.

De ce să studiem ciclurile?

Probabilitățile se schimbă odată cu schimbarea poziției noastre în cadrul ciclurilor. Dacă nu ne schimbăm abordarea investițională odată cu schimbarea acestor lucruri, rămânem pasivi în privința ciclurilor; cu alte cuvinte, nu ținem seama de șansa de a înclina balanța probabilităților în favoarea noastră. Dar, dacă aplicăm unele cunoștințe cu privire la cicluri, ne putem crește miza pariurilor puse pe investiții mai agresive când șansele sunt în favoarea noastră și ne putem lua banii de pe masă, accentuându-ne atitudinea defensivă atunci când probabilitățile lucrează împotriva noastră.

019

Investițiile sunt o chestiune de pregătire pentru viitorul financiar. E simplu de definit sarcina: alcătuim astăzi portofolii despre care sperăm că vor avea de câștigat din evenimentele care se vor desfășura în anii următori.

Pentru investitorii profesioniști, succesul constă în a face acest lucru mai bine decât investitorul mediu sau a obține o performanță mai bună decât un randament de referință al pieței* desemnat (a cărui performanță este determinată de ceea ce fac toți ceilalți investitori). Dar atingerea acestui gen de succes nu este o provocare ușoară - deși e foarte ușor să

* În original *benchmark*. (n.red.)

generezi o performanță investițională medie, e foarte greu să ai o performanță peste medie.

Unul dintre cele mai importante elemente care stau la baza filosofiei mele de investiții este convingerea că nu putem să știm ce ne pregătește „macro-viitorul“ din punctul de vedere al unor lucruri ca economiile naționale, piețele sau geopolitica. Sau, ca să fiu mai precis, puțini oameni sunt capabili, la modul general vorbind, să știe mai multe despre viitor decât alții. Și doar dacă știm mai multe decât alții (indiferent dacă aceasta constă în a avea mai multe date, în a ne descurca mai bine să interpretăm datele pe care le avem, în a ști ce măsuri să luăm pe baza interpretării noastre sau în a avea tăria emoțională de a lua acele măsuri), prognozele noastre vor duce la performanță superioară comparativ cu a altora.

020

Pe scurt, dacă avem aceleași informații ca alții, le analizăm în același fel, ajungem la aceleași concluzii și le implementăm la fel, nu trebuie să ne așteptăm ca procesul să ducă la performanță superioară. Și e foarte dificil să te plasezi constant mai sus decât alții în acele privințe legate de factori de influență de nivel macro.

Deci, în opinia mea, încercarea de a prevedea ce ne rezervă macro-viitorul este puțin probabil să ne ajute, ca investitori, să ajungem la o performanță investițională superioară. Despre foarte puțini investitori se cunoaște că ar fi depășit rezultatele pieței prin prognoză la nivel macro.

Warren Buffett mi-a povestit odată despre cele două criterii ale sale în privința unei informații dezirabile: trebuie să fie importantă și trebuie să poată fi cunoscută. Deși „toată lumea știe“ că macro-evoluțiile joacă un rol predominant în determinarea performanței piețelor de azi, „investitorii macro“ ca întreg au demonstrat până acum rezultate prea puțin remarcabile. Nu că planul macro n-ar conta, ci, mai degrabă, foarte puțini ajung să-l poată stăpâni. Pentru

majoritatea, pur și simplu nu poate fi cunoscut (sau nu poate fi cunoscut îndeajuns de bine și îndeajuns de constant ca să ducă la performanță superioară).

Prin urmare, eu nu iau în calcul macro-predicția ca pe un lucru care să aducă succes investițional pentru majoritatea investitorilor și firește că mă includ și pe mine în acest grup. Bun, și dacă așa stau lucrurile, ce mai rămâne? Deși există o mulțime de detalii și nuanțe, cred că putem să ne fructificăm mai bine timpul petrecut în trei domenii generale:

- Încercând să aflăm mai multe decât alții despre ceea ce eu numesc „cognoscibilul”: mecanismele fundamentale pe baza cărora funcționează ramurile economice, companiile și titlurile de valoare.

- Rămânând disciplinați în ce privește prețul care se cuvine plătit pentru o participare la funcționarea acelor mecanisme fundamentale.

- Înțelegând mediul investițional în care ne aflăm și hotărând cum să ne poziționăm strategic portofoliile pentru acest mediu.

Multe s-au scris despre primele două subiecte. Împreună, acestea constituie ingredientele-cheie ale „analizei valorilor mobiliare” și ale „strategiei subevaluării”*: judecați logice în privința a ce poate să producă un activ în viitor - de obicei, în termenii câștigurilor sau ai fluxului de numerar - și cât valorează în prezent acel activ datorită perspectivelor sale de viitor.

Ce fac investitorii care se bazează pe strategia subevaluării? Se străduiesc să profite de discrepanțele dintre „preț”

* „Value investing” în limba engleză, noțiune tradusă uneori ca „investiții de valoare” sau „investiții bazate pe valoare”, dar în general preluată ca atare din engleză. *Value investing* presupune cumpărarea de acțiuni despre care investitorul consideră că sunt subevaluate în raport cu valoarea lor intrinsecă, deci se tranzacționează la un preț mai mic decât valoarea lor reală pe termen lung (n.tr.).

și „valoare“. Ca să faci acest lucru cu succes, trebuie: (a) să cuantifici valoarea intrinsecă a unui activ și a modului în care aceasta este probabil să se schimbe în timp, și (b) să evaluezi prețul de piață actual în comparație cu valoarea intrinsecă a activului, cu prețurile lui din trecut, cu prețurile altor active și cu prețurile „teoretic corecte“ ale activelor în general.

022 După care folosesc informațiile respective ca să-și construiască portofolii. În majoritatea timpului, scopul lor imediat este să dețină investiții care oferă cea mai bună propunere de valoare disponibilă: activele cu cel mai mare potențial de creștere și/sau cel mai bun raport dintre potențialul de creștere și riscul de scădere. Ați putea să mă contraziceți, argumentând că o construcție de portofoliu nu trebuie să presupună altceva decât identificarea activelor cu cea mai ridicată valoare și a celor ale căror prețuri le subapreciază la maximum valoarea. Poate că așa este, în general vorbind și pe termen lung, dar eu cred că mai există un element care poate pătrunde în mod profitabil în acest proces: poziționarea adecvată a unui portofoliu pentru ceea ce este probabil să se întâmple pe piață în anii imediat următori.

După părerea mea, cel mai inteligent mod de optimizare a poziționării unui portofoliu, în orice moment dat din timp, este prin a decide care să fie punctul de echilibru dintre agresivitate și defensivă. Și eu cred că echilibrul agresivitate/defensivă trebuie ajustat în timp, ca răspuns la schimbările produse în mediul investițional și la locurile în care se află o serie de elemente în ciclurile lor de evoluție.

Cuvântul-cheie este „calibrare“. Suma pe care ai investit-o, alocarea capitalului tău între diversele posibilități și gradul de risc al lucrurilor pe care le posezi trebuie să fie în întregime calibrate de-a lungul unei axe care merge de la agresiv la defensiv... Când obținem ieftin valoare, trebuie să

fim agresivi; când obținem scump valoare, trebuie să ne retragem. (*Yet Again?* [„Iarăși?“], septembrie 2017)

În cea mai mare parte din această carte vorbesc despre calibrarea poziției portofoliului.

Iată unul dintre cuvintele-cheie necesare pentru a înțelege de ce trebuie studiate ciclurile: „tendințele“.

Dacă factorii care influențează procesul investițional ar fi periodici și previzibili - de exemplu, dacă macro-prognoza ar da rezultate -, am putea să discutăm despre „ce se va întâmpla“. Dar faptul că nu se întâmplă așa nu înseamnă că rămânem neajutorați în contemplarea viitorului. Mai degrabă putem discuta despre lucrurile care s-ar putea întâmpla sau ar trebui să se întâmple și cât de probabil este ca ele să se întâmple. Acestea sunt lucrurile pe care eu le numesc „tendințe“.

023

În lumea investițiilor vorbim despre risc tot timpul, dar nu există un consens general cu privire la ce este riscul sau ce ar trebui să implice pentru comportamentul investitorilor. Unii cred că riscul este probabilitatea de a pierde bani, iar alții (inclusiv mulți universitari din domeniul financiar) cred că riscul este volatilitatea prețurilor sau a randamentelor. Și există multe alte tipuri de riscuri - prea multe ca să le acoperim aici.

Eu înclin puternic spre prima definiție: în opinia mea, riscul este în primul rând probabilitatea de a înregistra o pierdere permanentă de capital. Dar mai există și ceea ce se numește „risc de oportunitate“: probabilitatea de a rata un câștig potențial. Dacă le punem pe amândouă laolaltă, vom vedea că riscul este posibilitatea ca lucrurile să nu meargă așa cum ne dorim.

Care este originea riscului? Unul dintre filosofii mei preferați în materie de investiții, regretatul Peter Bernstein,