

Memo to: Oaktree Clients

From: Howard Marks

Re: You Can't Predict. You Can Prepare.

Those who have been readers of my memos for any meaningful period of time know there are a few things I dismiss and a few I believe in thoroughly. The former include economic forecasts, which I think don't add value, and the list of the latter starts with cycles and the need to prepare for them.

"Hey," you might say, "that's contradictory. The best way to prepare for cycles is to predict them, and you just said it can't be done." That's absolutely true, but in my opinion by no means debilitating. All of investing consists of dealing with the future, as I've written before, and the future is something we can't know much about. But the limits on our foreknowledge needn't doom us to failure as long as we acknowledge them and act accordingly.

In my opinion, the key to dealing with the future lies in knowing where you are, even if you can't know precisely where you're going. **Knowing where you are in a cycle and what that implies for the future is very different from predicting the timing, extent and shape of the next cyclical move.** And so we'd better understand all we can about cycles and their behavior.

상당 기간 제 메모를 읽어오신 분들이라면 제가 부정적으로 보는 몇 가지와 철저하게 믿는 몇 가지가 있다는 사실을 알고 계실 것입니다. 전자는 가치가 없다고 생각하는 '경제 전망'이고, 후자의 목록은 '사이클'과 '그에 대비해야 할 필요성'에서부터 시작됩니다.

"이보게," 여러분은 이렇게 말할지도 모릅니다. "그건 모순이군. 사이클에 대비하는 가장 좋은 방법은 그것을 예측하는 것인데, 자네는 방금 그것이 불가능하다고 말하지 않았나." 그 말은 전적으로 옳지만, 제 견해로는 그것이 결코 우리를 무력하게 만들지는 않습니다. 제가 이전에 썼듯이, **모든 투자는 미래를 다루는 일이며 미래는 우리가 많이 알 수 없는 영역입니다. 하지만 우리가 예지력의 한계를 인정하고 그에 맞춰 행동하기만 한다면, 그 한계가 반드시 우리를 실패로 몰아넣지는 않을 것입니다.**

제 의견으로는, 미래에 대처하는 열쇠는 비록 우리가 어디로 가고 있는지 정확히 알 수는 없더라도 **현재 우리가 어디에 있는지**를 아는 데 있습니다. 사이클 상의 위치를 파악

하고 그것이 미래에 무엇을 암시하는지 이해하는 것은, 다음 사이클이 움직이는 타이밍과 폭, 형태를 예측하는 것과는 매우 다른 일입니다. 그러므로 우리는 사이클과 그 속성에 대해 할 수 있는 모든 것을 이해하는 편이 낫지 않을까요?

Cycles in General

I think several things about cycles are worth bearing in mind:

- **Cycles are inevitable**. Every once in a while, an up-or down-leg goes on for a longtime and/or to a great extreme and people start to say "this time it's different." They cite the changes in geopolitics, institutions, technology or behavior that have rendered the "old rules" obsolete. They make investment decisions that extrapolate the recent trend. And then it turns out that the old rules do still apply, and the cycle resumes. In the end, trees don't grow to the sky, and few things go to zero. Rather, most phenomena turn out to be cyclical.
- **Cycles' clout is heightened by the inability of investors to remember the past**. As John Kenneth Galbraith says, "extreme brevity of the financial memory" keeps market participants from recognizing the recurring nature of these patterns, and thus their inevitability:
. . . when the same or closely similar circumstances occur again, sometimes in only a few years, they are hailed by a new, often youthful, and always supremely self-confident generation as a brilliantly innovative discovery in the financial and larger economic world. There can be few fields of human endeavor in which history counts for so little as in the world of finance. Past experience, to the extent that it is part of memory at all, is dismissed as the primitive refuge of those who do not have the insight to appreciate the incredible wonders of the present.
- **Cycles are self-correcting**, and their reversal is not necessarily dependent on exogenous events. The reason they reverse (rather than going on forever) is that trends create the reasons for their own reversal. Thus I like to say **success carries within itself the seeds of failure, and failure the seeds of success.**

- Seen through the lens of human perception, [cycles are often viewed as less symmetrical than they are.](#) Negative price fluctuations are called "volatility," while positive price fluctuations are called "profit." Collapsing markets are called "selling panics," while surges receive more benign descriptions (but I think they may best be seen as "buying panics"; see tech stocks in 1999, for example). Commentators talk about "investor capitulation" at the bottom of market cycles, while I also see capitulation at tops, when previously-prudent investors throw in the towel and buy.

I have views on how these general observations and others apply to specific kinds of cycles, which I will set forth below.

일반적인 사이클의 특성

사이클에 관해 명심해야 할 몇 가지 사항이 있다고 생각합니다.

- 사이클은 필연적입니다. 때때로 상승장이나 하락장이 아주 오랫동안 혹은 극단적으로 지속되면 사람들은 "이번에는 다르다"라고 말하기 시작합니다. 그들은 정확, 제도, 기술 또는 행태의 변화를 근거로 들며 '과거의 규칙'은 쓸모없게 되었다고 주장합니다. 또한 최근의 추세를 그대로 연장한 투자 결정을 내립니다. 그러나 결국 과거의 규칙이 여전히 적용된다는 사실이 드러나고 사이클은 다시 시작됩니다. 결국 나무는 하늘 끝까지 자랄 수 없으며, 바닥으로 떨어지는 것도 거의 없습니다. 오히려 대부분의 현상은 주기적인(cyclical) 것으로 밝혀지곤 합니다.
- 투자자들이 과거를 기억하지 못하기 때문에 사이클의 영향력은 더 커집니다. 존 케네스 갤브레이스가 말했듯이 "금융 시장의 극도로 짧은 기억력"은 시장 참여자들이 이러한 패턴의 반복성을 인식하지 못하게 하며, 결과적으로 사이클의 필연성을 깨닫지 못하게 합니다.
"...비슷하거나 거의 동일한 상황이 때로는 불과 몇 년 만에 다시 발생할 때, 대개 젊고 언제나 지극히 자신만만한 새로운 세대는 이를 금융 및 더 넓은 경제 세계에서 눈부시고 혁신적인 발견이라며 환호합니다. 인간이 노력하는 분야 중에서 금융만큼 역사가 하찮게 취급되는 곳도 드물 것입니다. 과거의 경험이란 것이 기억 속에 조금이라도 남아 있다면, 그것은 현재의 믿기지 않는 경이로움을 제대로 감상할 통찰력이 없는 사람들의 원시적인 도피처로 치부되어 무시당하기 일쑤입니다."
- 사이클은 스스로 교정됩니다. 따라서 사이클의 반전이 반드시 외부 사건에 의존

하는 것은 아닙니다. 사이클이 영원히 지속되지 않고 반전되는 이유는 추세 자체가 반전의 원인을 만들어내기 때문입니다. 그래서 저는 성공은 그 안에 실패의 씨앗을 품고 있고, 실패는 성공의 씨앗을 품고 있다고 말하곤 합니다.

- 인간의 인식이라는 렌즈를 통해 보면, 사이클은 실제보다 덜 대칭적으로 보일 때가 많습니다. 가격의 하락 변동은 '변동성'이라 부르는 반면, 상승 변동은 '수익'이라고 부릅니다. 시장이 붕괴하는 것은 '매도 패닉'이라 부르지만, 급등하는 현상은 훨씬 더 온건하게 묘사되곤 합니다(하지만 저는 이를 '매수 패닉'으로 보는 것이 가장 적절하다고 생각합니다. 1999년의 기술주가 그 예입니다). **평론가들은 시장 사이클의 바닥에서 '투자자의 항복(capitulation)'을 이야기하지만, 저는 시장의 꼭대기에서도 항복이 일어난다고 봅니다. 이전에 신중했던 투자자들이 마침내 수건을 던지고 매수에 가담할 때 말입니다.**

이러한 일반적인 관찰들이 특정 사이클에 어떻게 적용되는지에 대한 제 견해를 아래에 서술하겠습니다.

The Economic Cycle

Few things are the subject of more study than the economy. There's a whole profession built around doing so. Academics try to understand the economy, and professionals try to predict its course. Personally, I'd stick to the former. I think we can gain a good grasp of how the economy works, but I do not think we can predict its fluctuations.

I have written *ad nauseam* on this subject, but I will repeat a few of the observations I consider relevant:

- There are hundreds, or more likely thousands, of people out there trying to predict the movements of the economy, but no one has a record much better than anyone else. Certainly no one who was consistently capable of accurately predicting the economy's movements would be among those distributing their forecasts gratis.
- The markets already incorporate the views of the consensus of economists, and thus holding a consensus view can't help you make above-average returns (even if it's right).

- Non-consensus views can make money for you, but to do so they must be right. Because the consensus reflects the efforts of a large number of intelligent and informed people, however, it's usually the closest we can get to right. In other words, I doubt there's anyone out there with non-consensus views that are right routinely.
- Most of the time, the consensus forecast extrapolates current observations. Most predictions for growth, inflation and interest rates bear a strong resemblance to the levels prevailing at the time they're made. Thus they're close to right when nothing changes radically, which is the case most of the time, but no prediction can be counted on to foretell the important sea changes. And it's in predicting radical changes that extraordinary profit potential exists. In other words, **it's the surprises that have profound market impact (and thus profound profit potential), but there's a good reason why they're called surprises: it's hard to see them coming!**
- Each time there's a radical change, there's an economist who predicted it, and that person gets to enjoy his fifteen minutes of fame. Usually, however, he wasn't right because of a superior ability to see the future, but rather because he tends to hold extreme positions (or perhaps he's a dart thrower) and this time the phenomenon went his way. Rarely if ever is that economist right twice in a row.

경제 사이클 (The Economic Cycle)

경제만큼 더 많이 연구되는 주제도 드뭅니다. 이를 위해 구축된 전문적인 직업군도 존재하죠. 학자들은 경제를 이해하려 노력하고, 전문가들은 그 경로를 예측하려 합니다. 개인적으로 저는 전자에만 집중하겠습니다. 경제가 어떻게 작동하는지에 대해서는 훌륭한 파악이 가능하다고 생각하지만, 경제의 변동을 예측할 수 있다고는 생각하지 않기 때문입니다. 이 주제에 대해 질리도록 글을 써왔지만, 관련 있다고 생각하는 몇 가지 관찰 내용을 반복해 보겠습니다:

- 경제의 움직임을 예측하려는 수백, 수천 명의 사람들이 있지만, 그 누구도 다른 이들보다 월등히 나은 기록을 갖고 있지 않습니다. 만약 경제 움직임을 지속적이고 정확하게 예측할 수 있는 사람이 있다면, 결코 그 예측치를 무료로 배포하지 않을 것입니다.

- 시장은 이미 이코노미스트들의 합의된 의견(컨센서스)을 반영하고 있습니다. 따라서 컨센서스를 따르는 것만으로는 (그것이 맞더라도) 평균 이상의 수익을 낼 수 없습니다.
- 비합의적(non-consensus)인 견해는 수익을 가져다줄 수 있지만, 그러기 위해서는 그 견해가 반드시 '맞아야' 합니다. 하지만 컨센서스는 수많은 지적이고 정보가 풍부한 사람들의 노력을 반영하므로, 대개 우리가 도달할 수 있는 정답에 가장 가깝습니다. 다시 말해, 비합의적인 견해를 가지면서 지속적으로 옳은 사람은 세상에 거의 없다고 생각합니다.
- 대부분의 경우, 전문가들의 합의된 예측(컨센서스)은 현재 관찰되는 상황을 그대로 연장한 것에 불과합니다. 성장률, 인플레이션, 금리에 대한 대부분의 예측은 그것이 만들어진 시점의 수치와 매우 유사합니다. 따라서 급격한 변화가 없는 평상시에는 어느 정도 들어맞지만, 중요한 '대 전환기'를 예견하는 데는 의지할 수 없습니다. **막대한 수익 잠재력은 바로 이러한 근본적인 변화를 예측하는 데서 나오지만, 시장에 깊은 충격을 주는 사건들이 '서프라이즈'라 불리는 데는 다 그만한 이유가 있습니다. 바로 그것이 올 것을 미리 알기가 매우 어렵기 때문입니다.**
- 급격한 변화가 일어날 때마다 그것을 맞춘 경제학자가 나타나 잠시 유명세를 얻기도 합니다. 하지만 대개의 경우, 이는 미래를 보는 능력이 뛰어나서라기보다는 그가 평소 극단적인 주장을 해왔거나 우연히 운이 좋았기 때문일 확률이 높습니다. 그런 경제학자가 두 번 연속으로 맞추는 일은 거의 없습니다.

So forecasts are unlikely to help us foresee the movements of the economic cycle. Nevertheless, we must be aware that it exists and repeats. The greatest mistakes with regard to the economic cycle result from a willingness to believe that it will not recur. But it always does – and those gullible enough to believe it won't tend to lose money.

When we marketed our first distressed debt fund in 1988, most of the resistance came from people who said, "maybe there won't be a recession, and thus nothing for you to buy." Of course, we were deep into a recession within two years, and our 1988-92 distressed debt funds found lots to buy and produced excellent returns.

Eminent observers concluded again in the 1990s that the cycle had been

eliminated and there would be no recession. In 1996, the Wall Street Journal wrote:

From boardrooms to living rooms and from government offices to trading floors, a new consensus is emerging: The big, bad business cycle has been tamed.

Top business leaders were quoted as saying "There is no natural law that says we have to have a recession" and "I don't see what could happen to make a cyclical downturn." (These quotes are reminiscent of – and look no less silly than – some of my favorites from 1928: "There will be no interruption of our present prosperity" and "I cannot help but raise a dissenting voice to the statements that . . . prosperity in this country must necessarily diminish and recede in the future.")

Those quoted in 1996 might insist they weren't saying there would never be another recession, but rather that the tendency toward cyclical fluctuation had been dampened and there wouldn't be a recession soon. And they might say they were right in 1996, because there wasn't one until 2001. If managers had feared a recession in 1996, they might have pulled in their horns and missed some of the profits of the late 1990s. But they also might have avoided over-expanding and participating fully in the recession of 2001.

The important thing is to recognize that cycles reverse, and to allow for it. I described in my last memo, "What Lies Ahead?," the manner in which a recession continues until, at the margin, a few participants stop cutting back and decide instead to act in anticipation of better times. I believe this process, and the reverse process that eventually causes growth to stall out, will go on forever. No one knows when the turn will occur, or how far the correcting leg will go, but the odds are against anyone who says, "the business cycle is dead."

How can non-forecasters like Oaktree best cope with the ups and downs of the economic cycle? I think the answer lies in knowing where we are and leaning against the wind. For example, when the economy has fallen substantially, observers are depressed, capacity expansion has ceased and there begin to be signs of recovery, we are willing to invest in companies in cyclical industries.

When growth is strong, capacity is being brought on stream to keep up with soaring demand and the market forgets these are cyclical companies whose peak earnings deserve trough valuations, we trim our holdings aggressively. We certainly might do so too early, but that beats the heck out of doing it too late.

결국 예측은 경제 사이클의 움직임을 내다보는 데 도움이 될 가능성이 낮습니다. 그럼에도 불구하고 우리는 사이클이 존재하며 반복된다는 사실을 반드시 인지해야 합니다. 경제 사이클과 관련하여 저지르는 가장 큰 실수는 사이클이 다시는 반복되지 않을 것이라고 믿고 싶어 하는 마음에서 비롯됩니다. 하지만 **사이클은 언제나 다시 돌아옵니다. 그리고 그것이 돌아오지 않을 것이라고 믿을 만큼 순진한 사람들은 대개 돈을 잃게 마련입니다.**

우리가 1988년에 첫 번째 부실채권(distressed debt) 펀드를 마케팅했을 때, 대부분의 반대는 "아마 불황은 오지 않을 것이고, 따라서 당신들이 살 물건도 없을 것"이라고 말하는 사람으로부터 나왔습니다. 물론 우리는 그로부터 2년도 채 되지 않아 깊은 불황에 빠졌고, 우리의 1988~92년 부실채권 펀드들은 살 물건을 많이 찾아내어 훌륭한 수익을 냈습니다.

저명한 관찰자들은 1990년대에 다시 한번 사이클이 제거되었으며 불황은 더 이상 없을 것이라고 결론지었습니다. 1996년 월스트리트 저널은 다음과 같이 썼습니다.

"기업의 회의실에서 거실까지, 정부 청사에서 거래소 객장까지 새로운 합의가 형성되고 있다. 그것은 바로 크고 사악한 비즈니스 사이클이 길들여졌다는 것이다."

당시 최고의 비즈니스 리더들은 "불황이 반드시 있어야 한다는 자연법칙은 없다"라거나 "사이클 하락을 일으킬 만한 어떤 일도 보이지 않는다"라고 말한 것으로 인용되었습니다. (이 인용구들은 제가 가장 좋아하는 1928년의 문구들을 떠올리게 하며, 그만큼이나 어리석어 보입니다. "현재의 번영이 중단되는 일은 없을 것이다", "이 나라의 번영이 미래에 반드시 줄어들고 물러날 것이라는 주장에 대해 나는 반대 목소리를 높이지 않을 수 없다" 같은 말들 말이죠.)

1996년에 인용된 이들은 자신들이 불황이 '결코' 오지 않을 것이라고 말한 게 아니라, 사이클의 변동 경향이 완화되었으며 '곧' 불황이 오지는 않을 것이라고 말한 것이라며 강변할지도 모릅니다. 그리고 2001년까지 불황이 없었으니 1996년 당시 자신들의 말이 맞았다고 할 수도 있겠죠. **만약 경영자들이 1996년에 불황을 두려워했다면, 그들은 몸을 사리느라 1990년대 후반의 이익 중 일부를 놓쳤을지도 모릅니다. 하지만 동시에 과도한 확장을 피함으로써 2001년의 불황에 온전히 노출되는 것도 피할 수 있었을 것입니다.**

중요한 것은 사이클은 반드시 역전된다는 사실을 인식하고 그에 대비하는 것입니다.

저는 지난 메모인 "앞으로 무엇이 기다리고 있는가?(What Lies Ahead?)"에서 불황이 지속되다가, 한계점에 이르러 몇몇 참여자가 위축된 행동을 멈추고 대신 더 나은 시기를 기대하며 행동하기로 결정할 때까지 그 과정이 어떻게 이어지는지 설명했습니다. 저는 이 과정과, 결과적으로 성장을 멈추게 만드는 그 반대의 과정이 영원히 계속될 것이라고 믿습니다. **언제 전환점이 올지, 혹은 교정 국면이 얼마나 멀리 갈지는 아무도 모릅니다. 하지만 "비즈니스 사이클은 죽었다"라고 말하는 사람에게 승산이 없는 것은 분명하지 않을까요?**

오크트리처럼 예측을 하지 않는 사람들이 경제 사이클의 부침에 대처하는 최선의 방법은 무엇일까요? 저는 그 답이 **'우리가 어디에 있는지 알고 바람을 거스르는 것(leaning against the wind)'에 있다고 생각합니다.** 예를 들어, 경제가 상당히 하락하고 관찰자들이 우울해하며 설비 증설이 중단되고 회복의 조짐이 보이기 시작할 때, 우리는 사이클 산업에 속한 기업들에 기꺼이 투자합니다. 반대로 성장이 강력하고 치솟는 수요를 맞추기 위해 설비가 가동되며, 시장이 이 기업들이 **'정점의 이익에는 바닥의 밸류에이션(peak earnings deserve trough valuations)'을 적용받아야 하는 사이클 기업임을 망각할 때, 우리는 보유 자산을 공격적으로 매각합니다.** "우리가 확실히 너무 일찍 비중을 줄이는 것일 수도 있습니다. 하지만 그것은 너무 늦게 대응하는 것보다 훨씬 나은 결과를 가져다줍니다."

The Credit Cycle

The longer I'm involved in investing, the more impressed I am by the power of the credit cycle. It takes only a small fluctuation in the economy to produce a large fluctuation in the availability of credit, with great impact on asset prices and back on the economy itself.

The process is simple:

- The economy moves into a period of prosperity.
- Providers of capital thrive, increasing their capital base.
- Because bad news is scarce, the risks entailed in lending and investing seem to have shrunk.
- Risk averseness disappears.
- Financial institutions move to expand their businesses – that is, to

provide more capital.

- They compete for market share by lowering demanded returns (e.g., cutting interest rates), lowering credit standards, providing more capital for a given transaction, and easing covenants.

At the extreme, providers of capital finance borrowers and projects that aren't worthy of being financed. As The Economist said earlier this year, "the worst loans are made at the best of times." This leads to capital destruction – that is, to investment of capital in projects where the cost of capital exceeds the return on capital, and eventually to cases where there is no return of capital.

신용 사이클 (The Credit Cycle)

투자에 몸담은 시간이 길어질수록, 저는 신용 사이클의 위력에 더욱 깊은 감명을 받게 됩니다. 경제의 아주 작은 변동만으로도 신용의 가용성(대출 가능 여부)에는 거대한 변동이 일어나며, 이는 자산 가격과 경제 전반에 막대한 영향을 미칩니다.

그 과정은 단순합니다.

- 경제가 번영기로 접어들습니다.
- 자본 공급자(은행 등 금융기관)들이 번창하며 자본 기반을 확충합니다.
- 나쁜 소식이 드물어지면서, 대출이나 투자에 따르는 리스크가 줄어든 것처럼 보입니다.
- 리스크 기피 현상이 사라집니다.
- 금융기관들은 사업 확장을 위해 더 많은 자본을 제공하려 움직입니다.
- 이들은 시장 점유율을 차지하기 위해 요구 수익률을 낮추고(금리 인하 등), 대출 심사 기준을 완화하며, 특정 거래에 더 많은 자금액을 제공하고, 보호 장치(커버넌트)를 완화하는 방식으로 경쟁합니다.

결국 극단에 이르면, 자본 공급자들은 자금을 지원받을 가치가 없는 차입자나 프로젝트에도 돈을 빌려주게 됩니다. 올해 초 이코노미스트(The Economist)지가 언급했듯이, **"최악의 대출은 최선의 시기에 만들어집니다."** 이는 결국 자본의 파괴로 이어집니다. 즉, 자본 비용이 자본 수익보다 큰 프로젝트에 돈이 투입되고, 결국에는 원금조차 돌려받지 못하는 상황에 이르게 되는 것이지요.

When this point is reached, the up-leg described above is reversed.

- Losses cause lenders to become discouraged and shy away.
- Risk averseness rises, and along with it, interest rates, credit restrictions and covenant requirements.
- Less capital is made available – and at the trough of the cycle, only to the most qualified of borrowers.
- Companies become starved for capital. Borrowers are unable to roll over their debts, leading to defaults and bankruptcies.
- This process contributes to and reinforces the economic contraction.

Of course, at the extreme the process is ready to be reversed again. Because the competition to make loans or investments is low, high returns can be demanded along with high creditworthiness. Contrarians who commit capital at this point have a shot at high returns, and those tempting potential returns begin to draw in capital. In this way, a recovery begins to be fueled.

I stated earlier that cycles are self-correcting. The credit cycle corrects itself through the processes described above, and it represents one of the factors driving the fluctuations of the economic cycle. **Prosperity brings expanded lending, which leads to unwise lending, which produces large losses, which makes lenders stop lending, which ends prosperity, and on and on.**

In "Genius Isn't Enough" on the subject of Long-Term Capital Management, I wrote "Look around the next time there's a crisis; you'll probably find a lender." **Overpermissive providers of capital frequently aid and abet financial bubbles.** There have been numerous recent examples where loose credit contributed to booms that were followed by famous collapses: real estate in 1989-92; emerging markets in 1994-98; Long-Term Capital in 1998; the movie exhibition industry in 1999-2000; venture capital funds and telecommunications companies in 2000-01. In each case, lenders and investors provided too much cheap money and the result was over-expansion and dramatic losses. In "Fields of Dreams" Kevin Costner was told, "if you build it, they will come." **In the financial world, if you offer cheap money, they will borrow, buy and build – often without discipline, and with very negative consequences.**

The credit cycle contributed tremendously to the tech bubble. Money from venture capital funds caused far too many companies to be created, often with little in terms of business justification or profit prospects. Wild demand for IPOs caused their hot stocks to rise meteorically, enabling venture funds to report triple-digit returns and attract still more capital requiring speedy deployment. The generosity of the capital markets let companies sign on for huge capital projects that were only partially financed, secure in the knowledge that more financing would be available later, at higher p/e's and lower interest rates as the projects were further along. This ease caused far more capacity to be built than was needed, a lot of which is sitting idle. Much of the investment that went into it may never be recovered. Once again, easy money has led to capital destruction.

In making investments, it has become my habit to worry less about the economic future – which I'm sure I can't know much about – than I do about the supply/demand picture relating to capital. Being positioned to make investments in an uncrowded arena conveys vast advantages.

Participating in a field that everyone's throwing money at is a formula for disaster.

We have lived through a long period in which cash acted like ballast, retarding your progress. **Now I think we're going into an environment where cash will be king.** If you went to a leading venture capital fund in 1999 and said, "I'd like to invest \$10 million with you," they'd say, "Lots of people want to give us their cash. What else can you offer? Do you have contacts? Strategic insights?" I think the answer today would be different.

One of the critical elements in business or investment success is staying power. I often speak of the six-foot-tall man who drowned crossing the stream that was five feet deep on average. Companies have to be able to get through the tough times, and cash is one of the things that can make the difference. Thus all of the investments we're making today assume we'll be going into the difficult part of the credit cycle, and we're looking for companies that will be able to stay the course.

이러한 지점(임계점)에 도달하면, 위에서 설명한 상승 국면은 반전됩니다.

- 대출 기관들은 손실을 입으면서 낙담하게 되고, 대출을 꺼리게 됩니다.
- 리스크 기피 성향이 높아지고, 그에 따라 금리, 대출 제한, 보호 장치(커버넌트) 요구 사항도 강화됩니다.
- 가용 자본이 줄어들며, 사이클의 바닥권에 이르면 오직 가장 우량한 차입자만이 자본을 구할 수 있게 됩니다.
- 기업들은 자금난에 허덕이게 됩니다. 차입자들은 부채를 차환(roll over)하지 못해 채무 불이행과 파산에 이르게 됩니다.
- 이 과정은 경제 수축에 기여하며 이를 더욱 심화시킵니다.

물론, 극단적인 상황에 이르면 이 과정은 다시 반전될 준비를 갖추게 됩니다. 대출이나 투자를 하려는 경쟁이 낮기 때문에, 높은 신용도를 요구하면서도 높은 수익률을 기대할 수 있게 됩니다. 이 시점에 자본을 투입하는 역발상 투자자(Contrarians)들은 높은 수익을 거둘 기회를 잡게 되며, 이러한 매력적인 잠재 수익률은 다시 자본을 끌어들이기 시작합니다. 이런 방식으로 회복의 불씨가 지펴지는 것이지요.

앞서 저는 사이클이 스스로 교정된다고 말씀드렸습니다. 신용 사이클은 위에서 설명한 과정을 통해 스스로를 교정하며, 이는 경제 사이클의 변동을 일으키는 주요 동력 중 하나가 됩니다. 번영은 대출 확대를 가져오고, 이는 무분별한 대출로 이어지며, 막대한 손실을 낳고, 결국 대출 기관이 대출을 중단하게 만들어 번영을 끝냅니다. 이 과정은 계속해서 반복됩니다.

롱텀캐피털매니지먼트(LTCM) 사태를 다룬 메모 "천재성만으로는 부족하다(Genius Isn't Enough)"에서 저는 이렇게 썼습니다. "다음에 위기가 닥치면 주변을 둘러보십시오. 아마 그곳에서 (무분별한) 대출 기관을 발견하게 될 것입니다." 자본 공급자들의 과도한 관용은 종종 금융 버블을 방조하고 조장합니다.

최근에도 느슨한 신용이 붐을 일으키고 결국 붕괴로 이어진 사례는 수없이 많습니다. 1989~92년의 부동산, 1994~98년의 신흥 시장, 1998년의 롱텀캐피털, 1999~2000년의 영화 상영 산업, 2000~01년의 벤처 캐피털 펀드와 통신 기업들이 그렇습니다. 각 사례에서 대출 기관과 투자자들은 너무 많은 저렴한 자금을 제공했고, 그 결과는 과잉 확장과 극심한 손실이었습니다. 영화 <꿈의 구장>에서 케빈 코스트너는 "네가 그것을 지으면, 그들이 올 것이다"라는 말을 듣습니다. 하지만 금융 세계에서는 **"당신이 값싼 돈을 제안하면, 그들은 빌리고, 사고, 지을 것입니다."** 종종 아무런 규율 없이 말이죠. 그리고 그 결과는 매우 부정적입니다.

신용 사이클은 테크 버블에도 엄청난 영향을 미쳤습니다. 벤처 캐피털 펀드에서 흘러나온 돈은 사업적 명분이나 수익 전망이 거의 없는 기업들을 너무 많이 만들어냈습니다. IPO(기업공개)에 대한 광적인 수요는 주가를 비정상적으로 치솟게 했고, 덕분에 벤처 펀드들은 세 자릿수 수익률을 보고하며 더 많은 자본을 끌어들이기 서둘러 집행해야만 했습니다. 자본 시장의 관대함 덕분에 기업들은 자금이 일부만 확보된 상태에서도 거대한 프로젝트에 착수했습니다. 나중에 프로젝트가 진척되면 더 높은 주가수익비율(p/e)과 더 낮은 금리로 추가 자금을 조달할 수 있을 것이라 확신했기 때문입니다. 이러한 안일함은 필요 이상의 과잉 설비를 초래했고, 그중 상당수는 현재 유휴 상태로 남아 있습니다. 투입된 자본의 상당 부분은 결코 회수되지 못할 것입니다. 다시 한번, 쉬운 돈(Easy money)이 자본의 파괴를 불러온 셈입니다.

투자를 할 때, 제가 잘 알 수도 없는 '경제적 미래'보다 '자본의 수급 상황'을 더 걱정하는 것은 이제 저의 습관이 되었습니다. 붐비지 않는 분야에서 투자할 위치를 선점하는 것은 엄청난 이점을 제공합니다. 반대로 **모두가 돈을 쏟아붓고 있는 분야에 참여하는 것은 재앙으로 가는 지름길이 아닐까요?**

우리는 현금이 마치 (진행을 방해하는) 짐처럼 취급받던 긴 시간을 지나왔습니다. 하지만 이제는 '현금이 왕(Cash is king)'인 환경으로 진입하고 있다고 생각합니다. 1999년에 유력 벤처 펀드에 가서 "1,000만 달러를 투자하고 싶다"고 했다면, 그들은 "돈을 주겠다는 사람은 널렸습니다. 당신은 그 외에 무엇을 줄 수 있죠? 인맥이 있습니까? 전략적 통찰이 있나요?"라고 되물었을 것입니다. 하지만 오늘날의 대답은 분명 다르지 않을까요?

비즈니스나 투자 성공의 핵심 요소 중 하나는 '버티는 힘(Staying power)'입니다. 저는 평균 수심이 1.5미터인 시냇물을 건너다 익사한 1.8미터 키의 남자 이야기를 자주 하곤 합니다. 기업은 힘든 시기를 견뎌낼 수 있어야 하며, 현금은 그 차이를 만드는 핵심 요소 중 하나입니다. 따라서 우리가 오늘날 행하는 모든 투자는 우리가 신용 사이클의 어려운 시기로 진입할 것임을 가정하고 있으며, 그 과정을 끝까지 견뎌낼 수 있는 기업을 찾고 있습니다.

The Corporate Life Cycle

As indicated above, business firms have to live through ups and downs. They're organic entities, and they have life cycles of their own.

Most companies are born in an entrepreneurial mode, starting with dreams,

limited capital and the need to be frugal. `Success comes to some. They enjoy profitability, growth and expanded resources, but they also must cope with increasing bureaucracy and managerial challenges. The lucky few become world-class organizations, but eventually most are confronted with challenges relating to hubris; extreme size; the difficulty of controlling far-flung operations; and perhaps ossification and an unwillingness to innovate and take risks. Some stagnate in maturity, and some fail under aging products or excessive debt loads and move into distress and bankruptcy. The reason I say failure carries within itself the seeds of success is that bankruptcy then permits some of them to shed debt and onerous contracts and emerge with a reborn emphasis on frugality and profitability. And the cycle resumes . . . as ever.

The biggest mistakes I have witnessed in my investing career came when people ignored the limitations imposed by the corporate life cycle. In short, investors did assume trees could grow to the sky. In 1999, just as in 1969, investors accepted that ultra-high profit growth could go on forever. They also concluded that for the stocks of companies capable of such growth, no p/e ratio was too high. People extrapolated earnings growth of 20%-plus and paid p/e ratios of 50-plus. Of course, when neither the growth nor the valuations turned out to be sustainable, losses of 90%-plus became the rule. As always, the folly of projecting limitless growth became obvious in retrospect.

The exigencies of the corporate life cycle usually render ultra-high growth rates unsustainable. Regardless of the improbability, however, investors indulge in "the willing suspension of disbelief" (which I always bring to the movies but check at the door when I come to work). They assume that successful companies will be able to attract enough talent, develop enough new products, access enough new markets, fend off competition while protecting high profit margins, and correctly make the strategic adaptations needed to keep growing . . . but it rarely works that way.

In February an article in Fortune magazine, covering 1960-80, 1970-90 and 1980-99, showed that out of 150 candidates among large companies, only four or five in each period were able to grow earnings per share at 15% per year on average.

Only one, Philip Morris, grew at that rate for all three periods. The key for Philip Morris wasn't a technological miracle or a fabulous new growth product; it was solid blocking and tackling in areas of stable consumer demand. So the latest "wonder-company" with a unique product rarely possesses the secret of rapid growth forever. I think it's safer to expect a company's growth rate to regress toward the mean than it is to expect perpetual motion.

기업 수명 주기 (The Corporate Life Cycle)

앞서 언급했듯이, 비즈니스 기업은 업앤다운(ups and downs)을 겪으며 살아갈 수밖에 없습니다. 기업은 유기체와 같아서 그들만의 수명 주기를 가지고 있기 때문입니다.

대부분의 기업은 꿈과 제한된 자본, 그리고 근면함이 필수적인 '기업가 정신'의 단계에서 태어납니다. 그중 일부는 성공을 거둡니다. 그들은 수익성과 성장, 확충된 자원을 누리게 되지만, 동시에 비대해지는 관료주의와 경영적 도전 과제들에 직면하게 됩니다. 운이 좋은 소수는 세계적인 조직으로 거듭나기도 하지만, 결국 대부분은 오만함(hubris), 거대한 조직 규모, 광범위한 운영 통제 의 어려움, 그리고 아마도 조직의 경직화와 혁신 및 리스크 감수를 꺼리는 태도 등의 문제에 부딪히게 됩니다. 어떤 기업은 성숙기에서 정체되고, 또 어떤 기업은 제품의 노후화나 과도한 부채 부담으로 인해 고통받다 파산에 이르기도 합니다.

제가 "실패는 그 안에 성공의 씨앗을 품고 있다"라고 말하는 이유는, 파산이 때로는 부채와 불리한 계약들을 털어내고 절약과 수익성을 강조하는 모습으로 재탄생할 기회를 주기 때문입니다. 그리고 사이클은 늘 그렇듯 다시 시작됩니다.

제 투자 경력에서 목격한 가장 큰 실수들은 사람들이 기업 수명 주기가 주는 한계를 무시했을 때 발생했습니다. 요컨대, 투자자들은 나무가 하늘 끝까지 자랄 수 있다고 믿어버린 것입니다. 1969년이 그랬듯 1999년에도 투자자들은 초고속 이익 성장이 영원히 계속될 수 있다고 받아들였습니다. 또한 그런 성장이 가능한 기업의 주식이라면 주가수익비율(p/e ratio)이 아무리 높아도 상관없다고 결론지었습니다. 사람들은 20% 이상의 이익 성장을 당연하게 여기며 50배가 넘는 p/e를 지불했습니다. **물론 그 성장도, 밸류에이션도 지속 가능하지 않음이 드러났을 때, 90% 이상의 손실을 보는 것이 예외가 아닌 규칙이 되어버렸습니다.**

언제나 그렇듯, 무한한 성장을 투영했던 어리석음은 지나고 나서야 명백해집니다.

기업 수명 주기의 절박한 현실은 대개 초고속 성장률을 지속 불가능하게 만듭니다. 그러나 투자자들은 이러한 불가능함에도 불구하고 (영화관에 갈 때는 챙겨가지만, 출근할 때는 문 앞에 두고 와야 할) '**불신에 대한 자발적 중단**'에 빠져듭니다. 그들은 성공한 기업이 충분한 인재를 끌어모으고, 충분한 신제품을 개발하며, 충분한 신시장에 진출하고, 높은 마진을 지키면서 경쟁을 막아내고, 지속적인 성장을 위해 전략적 적응을 완벽히 해낼 것이라고 가정합니다. 하지만 현실이 그렇게 흘러가는 경우는 거의 없지 않을까요?

지난 2월 <포춘>지에 실린 기사에 따르면, 1960~80년, 1970~90년, 1980~99년 세 기간을 조사한 결과, 150개의 대기업 후보 중 매년 평균 15%의 주당순이익 성장을 기록한 회사는 각 기간당 4~5개에 불과했습니다. 세 기간 내내 그 성장률을 유지한 곳은 '필립 모리스' 단 한 곳뿐이었습니다. 필립 모리스의 비결은 기술적 기적이나 엄청난 신제품이 아니라, 안정적인 소비자 수요가 있는 분야에서 기본기를 충실히 다진 것이었습니다. 따라서 독특한 제품을 가진 최신 '**경이로운 기업**'이 영원히 빠른 성장의 비밀을 간직하는 경우는 드뭅니다. **저는 한 기업의 성장률이 영구히 지속될 것이라고 기대하기보다는, 결국 평균으로 회귀할 것이라고 예상하는 편이 훨씬 더 안전하다고 생각합니다.**

Business Fads and Fancies

We all laugh about hemlines, which fluctuate from year to year and add nothing to society but cost. The truth is, there's no place for them to go but up and down . . . and so they do. Likewise, there are business trends that have nowhere to go but back and forth . . . and so they do.

Take corporate diversification, for example. As a new equity analyst in 1970, one of my first assignments was to study conglomerates, starting with Litton, ITT, Whittaker, Teledyne and City Investing. It was widely held that their diversification and synergies (along with the magic of acquisition accounting and high p/e "funny money") could produce rapid growth forever. They pursued large numbers of acquisitions (ITT made 52 one year) and were rewarded with very high p/e

ratios (which enabled them to prolong their growth for a while through further anti-dilutive acquisitions).

It wasn't long, however, before their dependence on sky-high multiples was recognized and difficulties surfaced in connection with the management of their diverse organizations. Their managers switched to stressing the benefits of specialization (as opposed to diversification), and the head of Whittaker wrote a paper extolling the virtues of a process he called "distillation of the product centroid." Units began to be sold off and the companies deconglomerated. It's interesting to note that none of those five companies exists today.

Diversification or specialization? Centralization or decentralization? Savings through just-in-time inventories or protection from stockpiles and redundancy? Tough goaloriented management or warm-and-fuzzy work environments? Leverage on the upside through maximum debt or the safety that comes from a large equity cushion? The pendulum in each of these continua can do nothing but swing back and forth, and so it does. The answer is that there is no perfect answer. Companies move toward one extreme as it becomes more popular. Then the drawbacks surface and they move back toward the other. There's no place else for companies to move with regard to each of these questions, and so they cycle from one extreme to the other.

Likewise, there are cyclical fluctuations in how business phenomena are viewed. People move *en masse* toward one view, and when it turns out that no view can hold the answer, they move away from it.

For example, in the 1990s, information technology was thought to hold the answer to increased corporate efficiency. A great deal of the decade's bull market was fed by gains in productivity, which contributed greatly to both earnings and the p/e ratios investors applied to them. Technology-derived gains in productivity were embraced as having fundamentally altered the growth potential of companies and the economy. In testimony to the House of Representatives on February 23, 2000, Alan Greenspan said:

. . . there are few signs to date of slowing in the pace of innovation and the

spread of our newer technologies that, as I have indicated in previous testimonies, have been at the root of our extraordinary productivity improvement. Indeed, some analysts conjecture that we still may be in the earlier stages of the rapid adoption of new technologies and not yet in sight of the stage when this wave of innovation will crest.

Well, I know what did crest within 30 days: the stock market. And on October 24, 2001, just twenty months later, a less expansive Mr. Greenspan was quoted in the Wall Street Journal as saying:

What the events of September 11 did was to introduce a whole new set of uncertainties which information technology is not going to improve our insight into. And so it is a reversal of some of the forces that engendered the productivity acceleration of the last five years.

In other words, what had been thought to be a fundamental and durable change has proved to be one more development whose ability to wax and wane has to be acknowledged and watched. The gains from productivity are proving to be cyclical, and the cycle shorter than had been expected.

비즈니스 유행과 변덕 (Business Fads and Fancies)

우리는 매년 오르내리며 사회에 비용 외에는 아무것도 보태지 않는 스킨 밀단 길이를 보며 웃곤 합니다. 진실은, 밀단 길이가 위아래로 움직이는 것 외에는 갈 곳이 없다는 것이며, 실제로도 그렇게 움직입니다. 마찬가지로 비즈니스 트렌드 역시 앞뒤로 왔다 갔다 하는 것 외에는 갈 곳이 없으며, 실제로도 그렇습니다.

기업의 다각화를 예로 들어볼까요? 1970년 신입 주식 애널리스트 시절, 저의 첫 임무 중 하나는 리튼(Litton), ITT, 휘태커(Whittaker), 텔레다인(Teledyne), 시티인베스팅(City Investing) 같은 복합 기업(conglomerates)을 연구하는 것이었습니다. 당시에는 이들의 다각화와 시너지 효과가 (인수 회계의 마법과 높은 주가수익비율이라는 '가짜 돈'과 결합하여) 영원한 고속 성장을 만들어낼 수 있다는 믿음이 널리 퍼져 있었습니다. 이들은 수많은 인수합병을 단행했고(ITT는 한 해에 52건을 성사시키기도 했습니다), 시장은 매우 높은 주가수익비율로 보답했습니다.

하지만 머지않아 하늘 높은 줄 모르는 멀티플에 대한 의존성이 간파되었고, 방대한 조직 관리의 어려움이 드러나기 시작했습니다. 그러자 경영자들은 다각화 대신 '전문화'의 이점을 강조하는 쪽으로 방향을 틀었습니다. 휘태커의 수장은 이른바 "제품 중심점의 증류(distillation of the product centroid)"라고 명명한 프로세스의 장점을 예찬하는 논문을 쓰기도 했습니다. 사업부들은 매각되기 시작했고 기업들은 해체되었습니다. 흥미로운 점은, 당시 제가 연구했던 그 다섯 기업 중 오늘날까지 살아남은 곳은 하나도 없다는 사실입니다.

다각화인가, 전문화인가? 중앙집권화인가, 분권화인가? 적기 공급(just-in-time)을 통한 비용 절감인가, 아니면 재고 비축과 중복성을 통한 안전 확보인가? 목표 지향적인 엄격한 경영인가, 아니면 따뜻하고 유연한 근무 환경인가? 최대 부채를 통한 상승기 레버리지 활용인가, 아니면 두터운 자본 완충력을 통한 안전 확보인가? **이러한 연속선상의 시계추는 앞으로 흔들리는 것 외에는 할 수 있는 일이 없으며, 실제로도 그렇게 흔들립니다.**

정답은 '완벽한 정답은 없다'는 것입니다. 기업들은 특정 방식이 인기를 얻으면 한쪽 극단으로 이동합니다. 그러다 단점이 드러나면 다시 반대쪽 극단으로 이동합니다. 기업들이 이러한 문제들에 대해 이동할 수 있는 다른 곳은 없으며, 따라서 한쪽 극단에서 다른 극단으로 사이클을 그리며 움직일 뿐입니다.

마찬가지로 비즈니스 현상을 바라보는 시각에도 주기적인 변동이 있습니다. **사람들은 집단적으로 하나의 견해를 향해 움직이지만, 어떤 견해도 정답이 될 수 없다는 것이 밝혀지면 다시 그 견해로부터 멀어집니다.**

예를 들어 1990년대에 정보 기술(IT)은 기업 효율성을 높여줄 정답으로 여겨졌습니다. 지난 10년간의 강세장은 생산성 향상에 힘입은 바가 컸고, 이는 기업의 이익과 투자자들이 부여하는 주가수익비율 모두에 크게 기여했습니다. 기술로 인한 생산성 향상은 기업과 경제의 성장 잠재력을 근본적으로 변화시킨 것으로 받아들여졌습니다. 2000년 2월 23일, 앨런 그린스펀은 하원 증언에서 다음과 같이 말했습니다.

"...이전 증언에서도 언급했듯이, 우리의 놀라운 생산성 향상의 근간이 된 혁신의 속도와 새로운 기술의 확산이 둔화될 조짐은 현재 거의 보이지 않습니다. 실제로 일부 분석가들은 우리가 여전히 신기술 채택의 초기 단계에 있으며, 이 혁신의 물결이 정점에 이르는 지점은 아직 보이지 않는다고 추측합니다."

글쎄요, 저는 그로부터 30일 이내에 무엇이 정점에 도달했는지 알고 있습니다. 바로 주식 시장입니다. 그리고 불과 20개월 후인 2001년 10월 24일, 월스트리트 저널은 이전보다 훨씬 신중해진 그린스펀의 말을 인용했습니다.

"9.11 테러 사건이 초래한 것은 정보 기술로는 통찰력을 얻을 수 없는 완전히 새로운 종류의 불확실성들입니다. 따라서 이는 지난 5년간 생산성 가속화를 일으켰던 동력들의 일부를 반전시키는 일입니다."

다시 말해, **근본적이고 지속적인 변화라고 생각했던 것이 실제로는 그 흥망성쇠(wax and wane)를 인정하고 지켜봐야 할 또 하나의 현상이었음이 드러난 것입니다.** 생산성 향상으로 얻은 이득은 주기적인(cyclical) 것으로 밝혀졌으며, 그 사이클은 예상보다 훨씬 짧았습니다.

The Market Cycle

At the University of Chicago, I was taught that the value of an asset is the discounted present value of its future cash flows. If this is true, we should expect the prices of assets to change in line with changes in the outlook for their cash flows. But we know that asset prices often rise and fall without regard for cash flows, and certainly by amounts that are entirely disproportionate to the changes in cash flows.

Finance professors would say that these fluctuations reflect changes in the discount rate being applied to the cash flows or, in other words, changes in valuation parameters. Practitioners would agree that changes in p/e ratios are responsible, and we all know that p/e ratios fluctuate much more radically than do company fundamentals.

The market has a mind of its own, and its changes in valuation parameters, caused primarily by changes in investor psychology (not changes in fundamentals), that account for most short-term changes in security prices. This psychology, too, moves in a highly cyclical manner.

For decades – literally – I've been lugging around what I thought was a

particularly apt enumeration of the three stages of a bull market:

- **the first, when a few forward-looking people begin to believe things will get**
- **better,**
- **the second, when most investors realize improvement is actually underway, and**
- **the third, when everyone concludes everything will get better forever.**

Why would anyone waste time trying for a better description? This one says it all.

Stocks are cheapest when everything looks grim. The depressing outlook keeps them there, and only a few astute and daring bargain hunters are willing to take new positions. Maybe their buying attracts some attention, or maybe the outlook turns a little less depressing, but for one reason or another, the market starts moving up.

After a while, the outlook seems a little less poor. People begin to appreciate that improvement is taking place, and it requires less imagination to be a buyer. Of course, with the economy and market off the critical list, they pay prices that are more reflective of stocks' fair values.

And eventually, giddiness sets in. Cheered by the improvement in economic and corporate results, people become willing to extrapolate it. The masses become excited (and envious) about the profits made by investors who were early, and they want in. And they ignore the cyclical nature of things and conclude that the gains will go on forever. That's why I love the old adage "What the wise man does in the beginning, the fool does in the end." Most importantly, in the late stages of the great bull markets, people become willing to pay prices for stocks that assume the good times will go on *ad infinitum*.

But they cannot. When the tech bubble was roaring ahead in late 1999, no one could think of any development that might be capable of bringing it to an end. Technology was certain to revolutionize everyday life, creating a new investment paradigm. Revenue growth (or at least the growth in "eye-balls") was strong.

Capital was freely available, enabling expansion to continue and new, innovative companies to be formed. Cash flows into mutual funds and 401(k)s guaranteed steady demand for the stocks. Each time another tech stock was added to an index, a whole new group of forced buyers was created among index funds and the active managers benchmarked against that index. No **them regardless of price!** Eureka! There was no way they could stop going up. The perpetual motion machine had been built.

But somehow, the stocks did stop going up. And then they started going down. I don't think anyone can say just what it was that caused the tech bubble to burst. Certainly I can't think of any one thing – even in hindsight, which is usually 20:20. Maybe the groundwork was laid for declines when it was shown merely that the rise could slow. Maybe a few smart people, to paraphrase the third of the three stages, concluded that everything wouldn't get better forever. The best explanation probably is that the prices just collapsed under their own weight.

Anyway, the market proved – once again – that it can't move in one direction forever. **It has to be appreciated in cyclical terms, with increases followed by decreases, and in fact with increases causing decreases.**

시장 사이클 (The Market Cycle)

시카고 대학교에서 저는 자산의 가치가 미래 현금 흐름의 현재 가치(DCF)라고 배웠습니다. 이것이 사실이라면 자산의 가격은 현금 흐름 전망의 변화에 발맞추어 변해야 마땅합니다. 하지만 우리 모두 알다시피, 자산 가격은 현금 흐름과는 무관하게 오르내릴 때가 많으며, 현금 흐름의 변화와는 전혀 균형이 맞지 않는 폭으로 변동하곤 합니다.

재무학 교수들은 이러한 변동이 현금 흐름에 적용되는 '할인율'의 변화, 즉 밸류에이션 매개변수의 변화를 반영한다고 말할 것입니다. 실무자들은 주가수익비율(p/e ratio)의 변화가 그 원인이라는 데 동의할 것이며, 우리 모두는 p/e 비율이 기업의 펀더멘털보다 훨씬 더 급격하게 요동친다는 사실을 잘 알고 있습니다.

시장은 독자적인 마음(mind)을 가지고 있습니다. 보안(증권) 가격의 단기적인

변화 대부분은 펀더멘털의 변화가 아니라, 주로 투자자 심리의 변화로 인해 발생하는 벨류에이션 매개변수의 변화 때문입니다. 그리고 이 심리 또한 매우 주기적인(cyclical) 방식으로 움직입니다.

수십 년 동안 저는 강세장의 3단계를 이보다 더 적절하게 열거한 것을 본 적이 없습니다.

- **첫 번째 단계:** 소수의 선견지명 있는 사람들이 상황이 좋아질 것이라고 믿기 시작할 때
- **두 번째 단계:** 대부분의 투자자가 실제로 개선이 일어나고 있음을 깨달을 때
- **세 번째 단계:** 모든 사람이 상황이 영원히 좋아질 것이라고 결론 내릴 때

누군들 이보다 더 나은 설명을 찾기 위해 시간을 낭비하겠습니까? 이 설명이 모든 것을 말해줍니다. 주식은 모든 것이 암울해 보일 때 가장 저렴합니다. 우울한 전망이 가격을 바닥에 묶어두고, 오직 소수의 기민하고 대담한 저가 매수자들만이 새로운 포지션을 취할 용기를 냅니다. 그들의 매수가 관심을 끌거나, 혹은 전망이 아주 조금 덜 우울해지면서 시장은 어떤 이유로든 상승하기 시작합니다.

시간이 흐르면 전망은 조금 더 나아 보이기 시작합니다. 사람들은 개선이 실제로 일어나고 있음을 이해하기 시작하고, 매수자가 되는 데 이전보다 적은 상상력을 필요로 하게 됩니다. 물론 경제와 시장이 위급한 상태를 벗어났으므로, 그들은 주식의 적정 가치를 더 많이 반영한 가격을 지불합니다.

그리고 마침내 어지러운 '희열'의 단계가 찾아옵니다. 경제 및 기업 실적 개선에 고무된 사람들은 그 추세를 그대로 연장(extrapolate)해버립니다. **대중은 일찍 진입한 투자자들이 거둔 수익에 흥분하고 질투하며 시장에 뛰어들고 싶어 합니다. 그들은 사물의 주기적인 본성을 무시한 채 이 수익이 영원히 계속될 것이라고 결론짓습니다.** 제가 "현명한 사람이 처음에 하는 일을 바보가 마지막에 한다"는 오래된 격언을 사랑하는 이유도 바로 이것입니다. 가장 중요한 점은, 거대한 강세장의 마지막 단계에서 사람들은 좋은 시절이 영구히 지속될 것이라는 가정하에 주식 가격을 지불한다는 것입니다.

하지만 그럴 수는 없습니다. 1999년 말 테크 버블이 맹렬히 타오를 때, 그 누구도 이 상황을 끝낼 수 있는 어떠한 변화도 생각해내지 못했습니다. 기술은 일상생활을 혁신하고 새로운 투자 패러다임을 창조할 것이 확실해 보였습니다. 매출 성장(혹은 최소한 '노동자 수'의 증가)은 강력했습니다. 자본은 자유롭게 조달되어 확장을 지속할 수 있었고 혁신적인 신생 기업들이 만들어졌습니다. 뮤추얼 펀드와 401(k)로 유입되는 자금은 주식에 대한 꾸준한 수요를 보장했습니다. 새로운 테크주가 지수에 편입될 때마다, 인덱스 펀드와 벤치마크를 따르는 액티브 매니저들 사이에서 새로운 '강제 매수자' 그룹이 생겨났습니다. 가격에 상관없이 그 주식들을 사야 했던 것입니다! 유레카! 주가가 멈출 방법이란 없어 보였습니다. 영구 운동 기계가 발명된 것 같았죠.

하지만 웬일인지 주가는 상승을 멈췄습니다. 그리고 하락하기 시작했습니다. **테크 버블을 터뜨린 원인이 정확히 무엇인지 말할 수 있는 사람은 아무도 없다고 생각합니다.** 대개 지나고 나면 또렷한 시력을 갖게 된다고들 하지만, 저는 돌이켜 봐도 무엇이 결정적인 원인이었는지 단정 짓기가 어렵습니다. 아마도 상승세가 둔화될 수 있다는 것이 보여졌을 때 하락의 토대가 마련되었을 수도 있습니다. 혹은 아까 말한 3단계의 표현을 빌리자면, 몇몇 똑똑한 사람들이 모든 것이 영원히 좋아지지는 '않을' 것이라고 결론 내렸을지도 모릅니다. **가장 좋은 설명은 아마도 가격이 그 자체의 무게를 이기지 못하고 무너졌다는 것일 겁니다.**

어쨌든 시장은 다시 한번 한 방향으로 영원히 움직일 수 없음을 증명했습니다. 시장은 상승 뒤에 하락이 따르며, 사실상 **상승이 하락의 원인이 된다**는 주기적인 관점에서 이해되어야 하지 않을까요?

In April 1991 , in just my second general memo to clients, I described the market as follows:

The mood swings of the securities markets resemble the movement of a pendulum. Although the midpoint of its arc best describes the position of a pendulum "on average," it actually spends very little of its time there. Instead, it is almost always swinging toward or away from the extremes of its arc. But whenever the pendulum is near either extreme, it is inevitable that it will move back toward the midpoint sooner or later. In fact, it is the movement toward an

extreme itself that supplies the energy for the swing back.

Investment markets make the same pendulum-like swing:

- between euphoria and depression,
- between celebrating positive developments and obsessing over negatives, and thus
- between overpriced and underpriced.

The swing of the pendulum? The oscillation of the cycle? Either way's fine – just don't tell me it'll be a straight line.

In 1999, the Wall Street Journal ran a number of OpEd pieces by James Glassman and Kevin Hassett trumpeting the theory behind the book "Dow 36,000." I couldn't think of anything that made less sense. By last month, it seemed the Journal's story had changed:

With economic conditions turning downward so quickly, pushed along by the events of Sept. 11, a lot of business books have been rendered irrelevant, even silly. Anyone remember "Dow 36,000"?

How quickly views change, and how quickly the logical-sounding rationale for lofty or depressed prices is shown in retrospect to have been "silly."

1991년 4월, 고객들에게 보낸 저의 두 번째 일반 메모에서 저는 시장을 다음과 같이 묘사했습니다.

"증권 시장의 감정 변화는 시계추의 움직임을 닮았습니다. 시계추가 그리는 호(arc)의 중심점은 '평균적으로' 시계추가 머무는 위치를 가장 잘 설명해주지만, 실제로 시계추가 그 자리에 머무는 시간은 아주 짧습니다. 대신 시계추는 거의 항상 양 끝의 극단을 향해 움직이거나, 다시 그 극단으로부터 멀어지는 중입니다. 하지만 시계추가 어느 한쪽 극단에 가까워질 때마다, 조만간 다시 중심점을 향해 되돌아가는 것은 필연적입니다. 사실, 극단을 향해 움직이는 그 운동 자체가 다시 되돌아오기 위한 에너지를 공급하는 셈입니다."

투자 시장 역시 이와 똑같은 시계추 운동을 반복합니다.

- 유폴리아(근거 없는 낙관)와 우울증 사이를 오가고,
- 긍정적인 전개를 축하하는 것과 부정적인 것에 집착하는 것 사이를 오가며,
- 그 결과 고평가와 저평가 사이를 오갑니다.

이를 '시계추의 휘두름'이라 부르든 '사이클의 진동'이라 부르든 상관없습니다. 다만 이것이 '직선'으로 움직일 것이라고만 말하지 마십시오.

1999년, 월스트리트 저널은 제임스 글래스먼과 케빈 해셋이 쓴 <다우 36,000>이라는 책의 이론을 극찬하는 기고문을 여러 차례 실었습니다. 저는 그보다 더 말이 안 되는 것은 없다고 생각했습니다. 그런데 지난달, 월스트리트 저널의 기사 내용은 이렇게 바뀌어 있었습니다.

"9.11 테러의 영향으로 경제 상황이 급격히 하락하면서, 수많은 비즈니스 서적들이 무의미해졌고 심지어 어리석게 느껴지기까지 한다. 혹시 <다우 36,000>을 기억하는 사람이 있는가?"

견해가 얼마나 빠르게 변하는지, 그리고 높은 가격이나 낮은 가격에 대해 그토록 논리적으로 들리던 근거들이 지나고 나면 얼마나 빨리 '어리석은 것'으로 판명되는지 놀랍지 않나요?

* * *

The risks entailed in ignoring the inherently cyclical nature of things are manifold, and the various cycles interact, often in ways that surprise the optimists. On October 26 the beautifully written (but inaptly-titled) "Grant's Interest Rate Observer" described the situation at a fallen telecommunications giant as follows: In the New Economy, the front office seemed persuaded, there would be no recession (let alone a global recession) and no bear market (especially one concentrated in technology). There would be no pause in the growth of the demand for broadband, no collapse in the price of broadband access and no credit contraction. What we are looking at . . . is compressed cash flow at the trough in a cyclical business so new that its proponents have yet to discover that

it is, in fact, cyclical.

This example represents a four-bagger. It seems the company's management ignored the cyclicity of (1) the economy, (2) the stock market, (3) the availability of credit, and (4) the demand and price for its product. As in this case, the failure to prepare for cycles usually leads to what later are perceived as obvious, easily-avoided mistakes.

Cycles and How To Live With Them

No one knew when the tech bubble would burst, and no one knew what the extent of the correction could be or how long it would last. But it wasn't impossible to get a sense that the market was euphoric and investors were behaving in an unquestioning, giddy manner. That was all it would have taken to avoid a great deal of the carnage.

Having said that, I want to point out emphatically that many of those who complained about the excessive market valuations – including me – started to do so years too soon. And for a long time, another of my old standards was proved true: "being too far ahead of your time is indistinguishable from being wrong." Some of the cautious investors ran out of staying power, losing their jobs or their clients because of having missed the gains. Some capitulated and, having missed the gains, jumped in just in time to participate in the losses.

So I'm not trying to give the impression that coping with cycles is easy. But I do think it's a necessary effort. We may never know where we're going, or when the tide will turn, but we had better have a good idea where we are.

사이클과 그에 대처하는 자세 (Cycles and How To Live With Them)

테크 버블이 언제 터질지, 그 조정의 폭이 얼마나 클지, 혹은 얼마나 오래 지속될지 아는 사람은 아무도 없었습니다. 하지만 당시 시장이 광기(euphoria)에 사로잡혀 있었고, 투자자들이 아무런 의심 없이 들떠 행동하고 있다는 '느낌'을 받는 것은 불가능한 일이 아니었습니다. 그 정도의 감각만 있었어도 그 참혹한

피해의 상당 부분을 피할 수 있었을 것입니다.

이 점을 언급하면서, 저는 시장의 과도한 밸류에이션에 대해 불만을 토로했던 저를 포함한 많은 이들이, 실제 상황보다 '수년이나 너무 빨리' 경고하기 시작했다는 점을 강조하고 싶습니다. 그리고 꽤 오랜 시간 동안, 저의 또 다른 격언인 "시대를 너무 앞서가는 것은 틀린 것과 구별할 수 없다"는 말이 사실로 증명되었습니다. 신중했던 투자자들 중 일부는 수익 기회를 놓쳤다는 이유로 직장을 잃거나 고객을 잃으며 '버티는 힘(staying power)'이 바닥나기도 했습니다. 또 어떤 이들은 수익을 놓친 것에 괴로워하며 결국 '항복'하고 시장에 뛰어들었다가, 하필이면 딱 맞춰 손실에 동참하게 되기도 했습니다.

그러므로 제가 사이클에 대처하는 일이 쉽다는 인상을 주려는 것은 아닙니다. 하지만 저는 그것이 **반드시 해야만 하는 노력**이라고 생각합니다. 우리가 어디로 가고 있는지, 혹은 언제 조류(tide)가 바뀔지는 결코 알 수 없을지도 모릅니다. 하지만 **우리가 지금 어디에 있는지만큼은 잘 파악하고 있어야 하지 않을까요?**