

JAK TRAFIĆ CZARNEGO ŁABĘDZIA – SZANSY I ZAGROŻENIA DLA BIZNESU

CZY DA SIĘ W OGÓLE PRZEWIDZIEĆ NIEPRZEWIDYWALNE? ODPOWIEDŹ JEST BARDZO PROSTA. OCZYWIŚCIE, ŻE SIĘ DA! ZAPYTASZ: JAK TO MOŻLIWE? WYTŁUMACZĘ TO NA INSPIRUJĄCYM PRZYKŁADZIE.

Profesor Nassim Taleb jeszcze niedawno był nieznaną szerzej osobą. Zajmował się zarządzaniem stworzonym przez siebie funduszem inwestycyjnym. W 2007 roku stał się jednak sławny, ponieważ przewidział nadejście kryzysu finansowego. Dzięki temu jego fundusze osiągnęły w 2008 roku od 65% do 115% zysku z inwestycji. Kryzys finansowy wiąże się z teorią czarnego łabędzia, którą opublikował Nassim Taleb.

TEORIA CZARNEGO ŁABĘDZIA

Przez wiele wieków Europejczycy myśleli, że wszystkie łabędzie są białe. Używali nawet powiedzenia, że „coś jest tak oczywiste, jak to, że wszystkie łabędzie są białe”. W późniejszym czasie dotarli jednak na ziemię nieznaną wcześniej Australii i zobaczyli tam czarne łabędzie. Było to symboliczne wydarzenie, które obaliło dotychczasowy pogląd na temat koloru tych ptaków. Wystarczył tylko jeden czarny łabędź, by podważyć uznawaną przez wiele osób teorię.

W 2007 roku Nassim Taleb wydał książkę pt. *Czarny Łabędź – potęga nieprzewidywalności*, w której ogłosił swoją teorię. Profesor przestrzegał w niej także instytucje finansowe, ganił cały system finansowy i wieścił nadejście czarnego łabędzia. Kryzys finansowy nadszedł prawie natychmiast po publikacji książki.

Wg profesora Taleba czarny łabędź to wydarzenie, które musi spełniać trzy podstawowe warunki:

1. być niespodziewane (dla obserwatora),
2. mieć znaczący wpływ na otoczenie,
3. po wystąpieniu ma swoje wytłumaczenie i uznawane jest za takie, które można było przewidzieć.

W skrócie czarny łabędź to wydarzenie rzadkie, o ekstremalnym zasięgu i dających się przewidzieć skutkach. Do tej pory miało miejsce wiele wydarzeń, które można określić mianem czarnego łabędzia. Są to między innymi: wydarzenia z 11 września 2001 roku, wybuch I wojny światowej oraz wynalezienie komputera i Internetu. Za takie wydarzenia można również katastrofy naturalne, tj. trzęsienie ziemi i powódź w Fukushimie, które nieomal doprowadziły do katastrofy nuklearnej w Japonii.

CZARNE ŁABĘDZIE WE WSPÓŁCZESNEJ GOSPODARCE

Swego rodzaju przykłady czarnych łabędzi dostarczają analitycy Saxo Banku. Już od 10 lat bank ten wstawia się publikacją corocznych prognoz, które można uznać za przykłady czarnych łabędzi. 10 przykładów czarnych łabędzi wg Saxo Banku na 2012 rok to:

1. Akcje Apple tracą 50% w stosunku do maksimum z roku 2011.

2. Unia Europejska ogłasza przedłużone wakacje bankowe w roku 2012.
3. Nieznany kandydat startuje w wyścigu o fotel prezydenta USA.
4. W Australii pojawia się recesja.
5. Basel III i inne przepisy wymuszają 50 nacjonalizacji banków w całej Europie.
6. Szwecja i Norwegia zastępują Szwajcarię w roli bezpiecznych przystani.
7. Szwajcarski Bank Narodowy wygrywa i katapultuje EUR/CHF do 1,50.
8. USD/CNY rośnie o 10% do 7,00.
9. Indeks Baltic Dry rośnie o 100%.
10. Cena pszenicy rośnie w 2012 roku o 100%.

Każdy z tych potencjalnych czarnych łabędzi ma swoje wytłumaczenie, znaczny wpływ na gospodarkę oraz, jak widać, jest możliwy do przewidzenia. Saxo Bank, publikując prognozy, podkreśla, że są one mało prawdopodobne, jednakże bardziej prawdopodobne niż wydaje się rynkowi. Warto więc przygotować się na takie scenariusze.

CZARNE ŁABĘDZIE W SKALI MIKRO

Każdy z nas może również doświadczyć takich czarnych łabędzi, lecz w skali mikro. Niewykluczone jest wystąpienie zdarzenia, które w znaczący sposób wpłynie na nasz portfel. Skutki mogą być

dwojakie. Z jednej strony czarny łabędź może być dla nas groźny. Upadek linii lotniczych, niewypłacalność głównego dostawcy czy zmiana regulacji prawnych może mieć destruktywny wpływ na biznes. Z tego względu lepiej jest się ubezpieczyć na taki wypadek i mieć plan B. Pomocą służą tu firmy ubezpieczeniowe. Przydatne jest również stworzenie różnych strategii oraz scenariuszy, które można wdrożyć w przypadku, gdy główna strategia z jakiegoś powodu nie może odnieść skutku.

Z innego punktu widzenia czarny łabędź może być jednak szansą. Wystąpienie nieprzewidywanego wydarzenia jest w stanie przynieść zyski. Za przykład niech posłuży inwestowanie pod konkretne wydarzenie, jak np. wzrost lub spadek cen określonego surowca lub konkretnego rynku. Inwestorem celującym w czarne łabędzie jest John Paulson, założyciel funduszy hedgingowych Paulson & Co., obecnie 61. w rankingu najbogatszych osób świata magazynu „Forbes”, z majątkiem szacowanym na 12,5 mld dol. W 2007 roku zagrał przeciwko rynkowi nieruchomości i zainwestował na krótko w kredyty hipoteczne. To posunięcie przyniosło mu 3,7 mld dol. w samym tylko 2007 roku. W momencie gdy Paulson przekonany był o nadchodzącym krachu, na rynku trwał okres prosperity.

Nie da się w prosty sposób przewidzieć nieprzewidywanego. Trafienie czarnego łabędzia może przynieść zyski i sławę. Warto jednak zabezpieczyć się na wypadek różnych scenariuszy, bo nie każdy ma komfort posiadania 2 mld dol. na starcie jak John Paulson.

OPINIE EKSPERTÓW:



PAWEŁ CHUDZIŃSKI

Partner zarządzający w funduszu Point Nine Capital.

Przed założeniem PNC w 2011 roku był współtwórcą i partnerem w Team Europe. Wcześniej pracował w Greenhill & Co.

Czarne łabędzie mają ogromny wpływ na nasze życie – tak w skali makro, jak i mikro. Tworząc plany biznesowe i strategię, warto zastanowić się,



KRZYSZTOF MŁYNARZ, CFA

European Investments & Partners Sp. z o.o.

Istnienie zjawiska opisywanego jako czarny łabędź jest bezsprzeczne. Każda aktywność na rynku powiązana jest z ryzykiem, które można podzielić na kilka grup:

- przewidywalne i możliwe do zarządzania,
- przewidywalne i niemożliwe do zarządzania,
- nieprzewidywalne lub bardzo trudne do przewidzenia.

Oczywiście czarnych łabędzi należy szukać w ostatniej grupie. Uznać też trzeba, że niemożliwe jest zarządzanie ryzykiem, którego nie jesteśmy w stanie zdefiniować.

EIP aktywnie wspiera władze spółek ze swojego portfela, między innymi

jak zmaksymalizować szanse na wyniesienie korzyści z potencjalnych „pozytywnych czarnych łabędzi”, ale także – jak minimalizować straty powodowane przez nieprzewidywalne zjawiska negatywne. Inwestycje w nowe technologie to dobry przykład na lokowanie pieniędzy w sektorze, w którym prawdopodobieństwo wystąpienia pozytywnych czarnych łabędzi jest wysokie. Absolutnie nie zgadzam się z tezą autora, mówiącą, że nieprzewidywalne da się przewidzieć. Sam Taleb podkreślał w swojej książce, iż jest to niemożliwe.

poprzez ciągłe stymulowanie zespołów zarządzających do przewidywania potencjalnych źródeł ryzyka w otoczeniu firmy. Zidentyfikowane ryzyko jest następnie ograniczane, o ile taka możliwość istnieje. W innym wypadku wspólnie z zarządem spółki wyszukujemy rozwiązania, które, w przypadku gdy ryzyko się zmaterializuje, zminimalizuje negatywny efekt, jaki może wywrzeć na funkcjonowanie firmy.

Oczywiście nie wszystko da się przewidzieć i historia inwestycji EIP potwierdza, że w przeważającej większości to właśnie te nieprzewidziane zdarzenia miały najpoważniejsze konsekwencje dla przedsiębiorstw.

Budowanie wartości przedsiębiorstwa można przyrównać do żeglownia. Wymaga ciągłego obserwowania otoczenia, aby być przygotowanym na wykorzystanie nadarżających się okazji lub mieć gotowe do wprowadzenia rozwiązania, gdy warunki zmieniają ▶

się na naszą niekorzyść. Wydarzenia, których nie przewidzimy, mogą mieć zgubny wpływ na nasz biznes lub wręcz odwrotnie – gdy, jak panu Paulsonowi, uda nam się zmniejszyć powierzchnię żagla lub zupełnie

zmienić kurs, zanim nadejdzie nie spodziewany sztorm.

Strategie oparte na pojawieniu się czarnego łabędzia mogą być bardzo niebezpieczne. Pan Paulson budował

krótką pozycję w oczekiwaniu na nadejście kryzysu subprime, ciekawe, jak długo byłby w stanie ją utrzymać, gdyby czarny łabędź zjawił się o pół roku albo dwa lata później?



MACIEJ HAZUBSKI

Założyciel i prezes zarządu spółki IQ Partners S.A. oraz

wehikułów inwestycyjnych Ventures Hub i IQ Venture Capital s.a.r.l.

Przyczyny niepowodzeń startupów są bardzo różne i nie zawsze da się je wszystkie przewidzieć. W tej sytuacji porażka z powodu globalnego czarnego

łabędzia to wyjątkowo mało prawdopodobny scenariusz – niestety zwykle decydują dużo bardziej prozaiczne wydarzenia.

Inwestowanie we wczesnej fazie rozwoju z definicji obarczone jest dużym ryzykiem, ale też wiąże się z nadzieją na ponadprzeciętne stopy zwrotu. Realizując naszą strategię inwestycyjną, jesteśmy na to przygotowani i dążymy do tego, aby bilans na końcu okazał się pozytywny.

W przypadku pojedynczej inwestycji minimalizujemy ryzyko, wybierając projekty, które w największym stopniu mogą skorzystać z naszego doświadczenia, kompetencji i networkingu. Jeśli chodzi o ograniczanie ryzyka całego portfela inwestycji, to służy temu jego dywersyfikacja – istnieje niewielka szansa, że wielu zróżnicowanym firmom zagrozi to samo wydarzenie.



MATEUSZ HYŻY

Analitik inwestycyjny, Grupa Trinity S.A.

Teoria czarnego łabędzia wpisuje się w nowy, coraz popularniejszy nurt zarządzania ryzykiem. Skupia się on na analizie rozproszenia wokół wartości średniej bądź w odniesieniu do wartości oczekiwanej (jak klasyczne miary dyspersji w postaci chociażby odchylenia standardowego), natomiast koncentruje się na prawdopodobieństwie wystąpienia wartości granicznych.

W pewnym uproszczeniu zatem nie interesuje nas szczególnie to, jakie ryzyko

straty dla portfela istnieje w przypadku niewielkich odchyień zmiennej od jej wartości zakładanej, ale raczej to, jaka część portfela jest narażona na ryzyko w przypadku wystąpienia wartości znajdujących się na przeciwległych końcach rozkładu prawdopodobieństwa.

Niestety bardzo ciężkie (o ile nie niemożliwe) jest zbudowanie optymalnego modelu estymacji ryzyka w wieloletniej perspektywie, który przewidywałby wystąpienie wartości skrajnych. Już niejako z ich definicji jesteśmy skazani w tym zakresie na porażkę.

Z drugiej strony przytoczoną teorię można wykorzystać do zarządzania własnym portfelem inwestycyjnym.

Będzie ona przy tym poniekąd zbliżona do strategii gry pod *event*, przy czym ta ostatnia jest raczej nastawiona na perspektywę krótkoterminową. Prostym przykładem, a zarazem sposobem na wykorzystanie strategii czarnego łabędzia może być wykorzystanie w budowie portfela np. opcji, jak również inwestowanie w spółki znajdujące się w początkowym etapie rozwoju. Przykładem są chociażby niektóre z perspektywicznych podmiotów notowanych na mniej znanym i młodszym bracie warszawskiego rynku akcji, tj. na rynku NewConnect. Któż bowiem nie chciałby być jednym z inwestorów obecnych w początkowym etapie rozwoju firmy pokroju Facebooka?



MARIUSZ BOROWIEC

– Wiceprezes
Zarządu Satus
Venture

Obserwując zachowania rynków finansowych, np. notowania papierów wartościowych czy dynamikę aktywności ich uczestników, nie sposób ze 100% pewnością przewidzieć, co się wydarzy. I to nie tylko w kolejnych dniach, ale nawet w kolejnych sekundach notowań rynkowych. Zmienność jest tak duża, że dokładne przewidzenie wartości kursów jest niemożliwe. Wyznaczenie kierunków, w których będą podążać, przychodzi już znacznie łatwiej. Jednak szczyt hossy (moment i wartość) jest zawsze tak samo nieprzewidywalny, jak dołek bessy. To, że zawsze znajdują się uczestnicy rynku (analitycy/inwestorzy), którzy te parametry wskażą prawie bezbłędnie, wynika raczej z faktu, że na ich wystąpienie składa się wypadkowa odmiennych zachowań i oczekiwań bardzo wielu uczestników – w tym tych, którym te wartości udaje się przewidzieć. W szczycie hossy lub tuż przed więcej jest uczestników aktywnych, którzy zakładają dalsze wzrosty, zaś w szczycie bessy lub tuż przed większość uczestników deaktywizuje się, zakładając dalsze spadki.

Ciężko zakładać przewidywanie nieprzewidywalnego, skoro samo wydarzenie czarnego łabędzia opisane zostało przez prof. Taleba jako niespodziewane dla obserwatora. Na początku XX w.

postępy prac fizyków skłoniły ich do postawienia teorii chaosu, czyli nieprzewidywalności zjawisk zachodzących w świecie. Próba uchwycenia wszystkich zjawisk i ich zależności, pomimo coraz bardziej skomplikowanych wzorów matematycznych, nie daje odpowiedzi na wszystkie pytania. Wy tłumaczeniem wydaje się założenie, że skoro wszystko wokół bezustannie się



zmienia i rozwija, nie sposób na podstawie obecnych zjawisk przewidzieć dokładnie tych, które mają nastąpić w przyszłości (skoro pojawiają się wokół nich nowe, nieznanne lub nierozumiane wcześniej zależności). Nie oznacza to jednak, że nie należy na podstawie poznanych i zmierzonych zjawisk budować modeli, które pozwolą nam przewidzieć zjawiska i zależności z oczekiwaniem na skutki podobne do tych z przeszłości.

Takie modele, zbudowane na podstawie zależności i zjawisk historycznych, pomagają określić przynajmniej kierunek (choć nie moment czy wartość) np. wspomnianych na wstępie notowań.

W przewidywaniach Taleba z 2007 roku zapewne więcej było wniosków wyciągniętych z profesjonalnych analiz i dogłębnego oglądu niż przypadkowości. Zakładanie, że jesteśmy w stanie przewidzieć to samo, byłoby jednak niepoprawne. Zjawisko czarnego łabędzia wynika nie tyle z siły niezwykłości i nieprzewidywalności samego wydarzenia mu towarzyszącego, co z siły podsyconego emocjami, uwikłaniami i rozproszeniem umysłu przekonania o kontynuacji wydarzeń przypisanych na dany moment białym łabędziom.

Statystyka pokazuje, że efekty inwestycji są lepsze, jeśli mniej zmian i decyzji podejmujemy w długim horyzoncie inwestycyjnym (nie oznacza to, że pomijamy analizę i obserwację) i w mniejszym stopniu przekraczamy średni poziom ryzyka rynku, na którym inwestujemy. Dobrym przykładem jest rynek inwestycji niepublicznych typu venture capital. Ze względu na strukturę organizacyjną i brak płynności, nawet podejmując działania i decyzje utrudnione przez szereg niezrozumiałych i niepokojących zjawisk, w ostatecznym rozrachunku daje możliwość uzyskania wyższej stopy zwrotu niż na rynku publicznym. I to pomimo wyższego ryzyka pojedynczych inwestycji przypisanego rynkom *venture capital*. ●