

Роберт Шиллер

ИРРАЦИОНАЛЬНЫЙ ОПТИМИЗМ

Как безрассудное поведение
управляет рынками



АЛЬПИНА ПАБЛИШЕР

Москва
2013

Посвящается Бену и Дереку

Издано при содействии Международного Финансового Холдинга FIBO Group, Ltd.

Переводчик *Е. Калугин*

Редактор *О. Нижельская*

Руководитель проекта *А. Половникова*

Корректор *С. Чупахина*

Дизайн обложки *Креативное бюро «Говард Рорк»*

Компьютерная верстка *Д. Беляков*

© Robert J. Shiller, 2005

© Издание на русском языке, перевод, оформление. ООО «Альпина Паблишер», 2013

© Электронное издание. ООО «Альпина Паблишер», 2014

Шиллер Р.

Иррациональный оптимизм: Как безрассудное поведение управляет рынками / Роберт Шиллер;
Пер. с англ. — М.: Альпина Паблишер, 2013.

ISBN 978-5-9614-3241-1

Предисловие к русскому изданию

Человеку свойственно думать и мечтать о хорошем. О том, что он будет богаче, что у него будет больше денег, больше свободного времени. Что все будет только расти. Это естественные мечты — так устроен мир. Растут деревья, растет население, растут города, растет число автомобилей. Кажется, что все вокруг должно расти. В том числе — инструменты на финансовых и фондовых рынках. И они растут. Иногда постепенно, а иногда резко, взрывным образом — за какие-то месяцы обогащая тех, кто вовремя вложил в них свои средства.

Происхождение этого иррационального оптимизма заложено в самой природе человека. Психологически более удобно думать о том, что ты прав, что принятое тобой решение принесет успех. Это неплохо, когда надо достичь какой-то цели в жизни или бизнесе, но совершенно недопустимо, когда речь идет о финансовых рынках. Подавляющее большинство инвесторов не имеют никакой возможности повлиять на ситуацию на рынках, а потому им просто необходимо уметь вовремя признавать свои ошибки, а не настаивать на принятом ранее и психологически удобном решении.

Надо сделать оговорку, что хотя один мелкий инвестор не способен повлиять на рынок, множество инвесторов, думающих одинаково и совершающих одинаковую ошибку, способны повлиять на ситуацию на рынке. Но это вредное влияние — влекомые своими заблуждениями, они лишь надувают «мыльный пузырь», который в итоге лопается и уничтожает их сбережения. Очень сложно не поддаться общему психозу и не принять хотя бы самое малое участие в этом «надувательстве». Даже аналитики оказываются под властью этого иррационального стремления.

Автор книги исследует эти феномены «массового психоза» как на современных примерах, так и углубляясь в историю. Оказывается, и в этом случае ничто не ново под луной — мыльные пузыри на фондовом рынке имеют очень много общего с золотой лихорадкой. И они обнажают общие пороки человеческого общества, в том числе прямой обман, нарушение обязательств.

Понимание психологических, исторических и даже демографических причин возникновения «инвестиционного бума» позволяет разумным инвесторам понять и вовремя распознать опасность.

Роман Калинин,
директор по маркетингу МФХ FIBO Group

Быстрый рост рынков, описанный в первом и втором изданиях книги, 2000 и 2005 г. соответственно, завершился экономическим кризисом такого масштаба, который сопоставим с масштабом Великой депрессии 1930-х гг. Правительства многих стран предпринимают различные меры по стимулированию экономики и проводят реформы, а значит, скорее всего, не допустят реализации наихудших сценариев развития событий. Но они проглядели наступление кризиса, и поэтому прилагаемые ими усилия оказались запоздалыми и малоэффективными, поскольку удар по нашему доверию и всей мировой экономике уже был нанесен. Мы находимся в сложной фазе выхода из состояния иррационального оптимизма, который наблюдался в последние годы. До этого, когда у нас было больше возможностей избежать кризиса или хотя бы смягчить его последствия, мы были свидетелями проведения неадекватной политики, в основе которой лежали непонимание истоков кризиса и, самое главное, иррациональный оптимизм.

Обновленное предисловие ко второму изданию было написано для того, чтобы подчеркнуть актуальность книги в нынешних условиях мирового финансового кризиса. Я решил не трогать оригинальный текст второго издания, так как интересно прочесть книгу, предвещавшую сегодняшний кризис. Но несколько графиков и подписи к ним все же обновлены. Чтобы увидеть добавления на графиках, они изображены серыми линиями другого оттенка (обновления будут регулярно появляться также на моем сайте robertshiller.com).

После того как в декабре 1996 г. глава Федеральной резервной системы США Алан Гринспен произнес свою знаменитую речь об иррациональном оптимизме, которая и послужила названием моей будущей книги, фондовый рынок пережил беспрецедентный скачок вверх и не менее внушительное падение, достигнув отметки ниже реального (т.е. скорректированного с учетом инфляции) уровня на момент его речи (рис. 1.1). В первом издании (2000 г.), описывая причины возникновения нынешнего экономического пузыря, я сравнил его со взлетающей ракетой. Сегодня, в 2009 г., 13 лет спустя, мы видим, что «ракета» так и не вышла на орбиту, а начиная с 2007 г. начала резко тормозить и падать.

Со времен все той же речи Гринспена в 1996 г. мы также наблюдали настоящий бум, а затем крах на рынке недвижимости. На рисунке 2.1 видно, насколько велик был этот пузырь. Значения для периода с 1987 г. взяты из индексов цен на недвижимость, которые мы с Карлом Кейсом начали рассчитывать 20 лет назад. Теперь это делает Fiserv, Inc., и они называются «Индексы цен на недвижимость Standard & Poor's/Кейса — Шиллера» (S&P/Case-Shiller HPI). Во втором издании книги я сравнил их поведение с запуском другой ракеты. И ей также было суждено не выйти на орбиту и отправиться в крутое пике.

Оба этих пузыря практически для всех были совершенной неожиданностью, как и то, что они в итоге резко сдулись.

В 2007 г., когда вышли мемуары Алана Гринспена «Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы» (*The Age of Turbulence: Adventures in a New World*), их автор пребывал в блаженном неведении о приближавшемся экономическом кризисе, хотя в мире уже поднималась шумиха вокруг высокорискованных (subprime) ипотечных кредитов. В своей книге он не проявил никакой обеспокоенности:

Во многих отношениях очевидная стабильность глобальной торговли и финансовой системы служит подтверждением простого и проверенного временем принципа, сформулированного Адамом Смитом в 1776 г.: свободная торговля между людьми, преследующими собственную выгоду, ведет к появлению растущей устойчивой экономики[1].

В той же книге Гринспен отрицал существование пузыря на внутреннем рынке недвижимости, заявляя, что «мы имеем дело не с пузырем, а с пеной — локальными скоплениями пузырьков, которые не могут нанести ущерб экономике в целом»[2].

Очевидно, он не понимал всей опасности грядущего кризиса, не говоря уже о его истоках, связанных со спекуляциями. Динамика надувания пузырей ускользнула от его взора, а также от внимания других лидеров финансового мира.

Даже после того, как кризис уже разразился, многие отказывались соглашаться с тем, что его

причины состоят в спекулятивной избыточности. Джон Тейлор, бывший заместитель министра финансов США по международным делам, в своей книге «Сбиваясь с пути: как действия и вмешательство правительства вызвали и усилили финансовый кризис» (*Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Institution Press, 2009) заявил, что кризис возник из-за слишком мягкой денежной политики, а также непродуманных и непоследовательных действий по поддержке кредитных организаций. В его выводах, на мой взгляд, есть доля правды: кризис можно было бы смягчить, если бы правительство во время бума было строже к участникам рынка и отреагировало бы на кризис еще в самом начале. Но это не значит, что именно правительство спровоцировало развитие кризиса.

Проблема многих исследований, посвященных природе финансового кризиса, заключается в том, что в них игнорируется такая важная составляющая, как социальная психология, не говоря уже о теории возникновения и сдутия спекулятивных пузырей, описанных в этой книге. Поэтому Центральный банк и правительство выглядят свидетелями, обвиненными в преступлении, которое они не совершали, тогда как настоящий виновник остается неизвестным.

Люди *отдают себе отчет* в том, что доверие падает, а это, в свою очередь, означает, что они в какой-то мере осознают важность психологического аспекта в развитии экономического кризиса. Пока я работал над этой книгой, а вокруг наблюдалось снижение деловой активности, разговоры об утрате доверия звучали на всех уровнях. Речи президента США Барака Обамы изучаются с лупой с точки зрения выбора слов, а самого главу Белого дома одни обвиняют в паникерстве, подрывающем доверие, которое так необходимо бизнесу и экономике, другие же, наоборот, в несерьезности, губительной для его собственной репутации. Но из этих разговоров трудно понять, как повышается или снижается уровень доверия.

Ситуация со спекулятивными пузырями в обоих случаях «раскручивалась» главным образом так же, как было предсказано в этой книге. Начиная с 2007 г. понижательный тренд на фондовом рынке принял форму, как я назвал, «отрицательного пузыря», возникшего как ответная реакция на падение цены с дальнейшим ее снижением, что все больше ухудшало ситуацию. Подобной ответной реакции способствовало также и то, что я называю в книге «историями новой эры», где «новая эра» означает на этот раз мрачные времена, напоминающие Великую депрессию 1930-х гг.

Такая реакция сказывается на всей экономике, включая доходность корпораций. Некоторые ошибочно считают, что снижение корпоративной прибыли, начавшееся в 2007 г. (см. рис. 1.1), послужило основной причиной падения фондового рынка и экономического краха. Однако в книге я подчеркиваю, что изменение доходности в ту или иную сторону само по себе является частью той же психологической реакции, которая влияет и на пузырь (на его рост или, наоборот, сдутие). Изменение уровня экономической активности, что отражает показатель ВВП, также воздействует на сам цикл пузыря, и последняя тенденция к снижению ВВП способствует тому, что мы думаем о сдутии пузыря, а это еще больше усугубляет падение. Доверие зависит не только от психологии людей, но также и от факторов, лежащих в границах реальной экономики.

Подобные спекулятивные развороты выявили и другие слабые места экономики, встряхнув всю систему и заставив ее работать в ненормальных условиях. В частности, проблемы возникают тогда, когда предприятия используют большие объемы заемных средств, а их активы обесцениваются. Другие проистекают из требований к капиталу финансовых институтов, его привязки к балансу и сокращения в результате использования учета активов по текущим ценам, что увеличивает давление на финансовую систему. Следующая категория проблем касается конфликта интересов в кредитных рейтинговых агентствах и непрозрачности ценных бумаг, обеспеченных активами. И наконец, проблемы, связанные с рисками контрагентов и хрупкостью финансовой системы, что показало банкротство Lehman Brothers в сентябре 2008 г., а также ряд других событий.

Несмотря на то что все эти проблемы подстегнули развитие кризиса, его причина не только в них. Более того, источник этих проблем лежит в резком развороте ситуации с ценами на активы, где уже сформировался пузырь, что можно увидеть на рис. 1.1 и 2.1. Теория спекулятивных пузырей, описанная в первых трех частях этой книги, представляет собой и теоретическое изложение истоков последнего кризиса и динамики его развития. Она объясняет, почему не возникла обеспокоенность, когда цены на

активы росли бешеными темпами; почему многие оказались не способны увидеть сигналы об опасности, спрогнозировать наступление кризиса и предпринять оперативные меры по его локализации. Изложенная теория должна помочь нам разработать стратегию борьбы с будущими подобными кризисами.

В основе всех катаклизмов, с которыми мы сталкиваемся, лежит человеческая природа, отличная от наших представлений о человеке рациональном. И мы, как общество, должны этому противостоять, а также быть способными создавать экономические институты, защищающие нас от действий, в основе которых лежит иррациональный оптимизм.

В предисловии к первому изданию этой книги, которое вы сможете прочесть далее, я представил ее как исследование фондового бума тысячелетия, поразившего большую часть мира, что привело к кризису 2000 г. Некоторые из тех, кто прочел эту работу, говорили мне, что, на их взгляд, она шире. И они правы. На самом деле эта книга о поведении различных спекулятивных рынков, о незащищенности человека от ошибок и заблуждений, о неустойчивости капиталистической системы.

Во время подготовки первого издания — большей частью в 1999 г. — бум на фондовом рынке казался просто вечным. Индекс S&P 500 в 1995 г. вырос на 34%, в 1996-м — на 20, в 1997-м — на 31, в 1998-м — на 26 и в 1999 г. — на 20%. Примерно такими же темпами росли и фондовые рынки во многих других странах. Продолжительный рост не мог быть чистой случайностью, как многие тогда думали и в чем убеждали эксперты. Фондовый бум рассматривался как предвестник новой экономической эры. Но в своей книге я предлагал читателям совершенно иной, намного более скептический, взгляд на этот бум на фондовом рынке.

Когда в марте 2000 г. книга вышла из печати, я взял в Йеле творческий отпуск и отправился с ней в большое турне по десяти странам. Естественно, в тот момент никому и в голову не приходило, что именно в марте 2000 г. рынок достиг своего пика. Обсуждая с большим количеством людей допущенные ошибки, я думал, что это поможет при переиздании книги усилить представленные аргументы.

Даже спустя годы я четко помню некоторые примеры ошибочных суждений, связанных с человеческим фактором, с которыми я столкнулся в своей поездке. Я участвовал в ток-шоу на радио и услышал от одной слушательницы, что она просто *знает*, что я не прав: на фондовом рынке ярко выраженный повышательный тренд, и вообще рынок *должен* расти. Дрожь в ее голосе заставила меня задуматься, а чем вызваны подобные эмоции.

Я также помню человека, который *дважды* приходил на мои встречи с читателями, каждый раз садился в заднем ряду и был очень возбужден. Зачем он приходил второй раз и что его так тревожило?

Не могу забыть и то, как я выступал перед группой институциональных инвесторов, где представил свой, «медвежий», взгляд на рынок. Тогда один из ведущих портфельных менеджеров, согласившись с моими доводами, сказал, что он все же вынужден игнорировать все, что я говорил о его подходах к управлению портфелем. Он считал, что моего авторитета недостаточно для того, чтобы его клиенты и коллеги серьезно восприняли мою точку зрения, а он не может изменить состав портфеля, исходя лишь из особого мнения одного человека, даже если сам с ним согласен.

Но чаще всего я вспоминаю людей, которые с живым интересом слушали меня, а затем беспечно бросали, что они мне не верят. Относительно ситуации на фондовом рынке в обществе уже укоренились определенные стереотипы, имевшие мощное влияние на сознание людей.

После 2000 г. бум на фондовом рынке резко закончился; рынок США и других стран, переживавших до этого стремительный рост, существенно откатился назад от своих пиковых значений 2000 г. К моменту, когда индекс S&P 500 достиг дна, а это случилось в марте 2003 г., он уже потерял половину (с учетом коррекции на инфляцию). Такой результат изменил психологию инвестора.

В самом конце 2000 г. как-то за завтраком за одним столиком со мной оказалась семейная пара. К этому времени рынок уже существенно откатился от пика, а акции технологических компаний потеряли в весе больше половины. Жена поведала о том, как она занималась инвестициями, чтобы обеспечить свою семью, и в 1990-х гг. была более чем успешна. Муж одобрительно подтвердил. Теперь же, призналась она, ее чувству собственного достоинства нанесен сокрушительный удар. По ее словам, понимание рынка с ее стороны было не чем иным, как иллюзией. Муж не возражал.

Но наравне с сильной эмоционально-психологической реакцией определенной группы людей на падение фондового рынка оказался довольно стойким и общий энтузиазм в отношении ценных бумаг — более стойким, чем можно было ожидать; и создается впечатление, что по большому счету он далеко не иссяк. Фондовый рынок не испытал столь уж значительного падения, как можно было бы предположить, глядя на чрезмерную переоцененность в 2000 г. (по крайней мере, пока) и по большей части это не сильно отразилось на психологии его участников.

Рынок ценных бумаг не достиг своего исторического уровня: соотношение цены и доходности акций, о чем также говорится в книге, до сих пор находится на уровне середины 1920-х гг., намного превышая среднее историческое значение. Кроме того, на рынке жилья возникла ситуация, когда средняя цена на дом порой в десять и более раз превышает подушевой доход покупателей. Иррациональный оптимизм никуда не исчез.

В общем и целом эта книга, начиная с первого издания 2000 г., представляет собой попытку понять изменения в сознании людей, чьи действия в конечном счете влияют на рынки. В ней говорится о психологии спекуляций; о механизме обратной связи, усиливающей психологический эффект; о стадном поведении, которым могут быть охвачены миллионы и миллиарды людей, и о его последствиях для экономики и для нас. Несмотря на то что изначально главным объектом книги было происходящее в тот момент в экономике, она также рассказывает и о том, как ошибочные человеческие суждения могут заразить даже самые умные головы, и все благодаря самонадеянности, невнимательности к деталям и излишнему доверию к чужому мнению. А это возникает из-за неспособности понять, что чужое мнение является не собственным мнением говорящего, а лишь пересказом услышанного от других. В итоге слепой ведет слепого.

Мнение информированного источника, которому люди склонны доверять по части экономических суждений, зачастую сродни мнению «призрачного человечка» из аллегорического романа Альдо Палацески «Кодекс Перела» (**II Codice di Perelà, 1911 г.**). Главный герой — человек-дым. В сущности, он — ничто, но смог создать публичный образ и завоевать авторитет — плод коллективного воображения, но затем общество изменяет свое отношение к нему и он растворяется в воздухе. Описанные в романе Палацески события — наша реальность: ничем не подкрепленная вера, обрывки информации, слухи действительно вызывают продолжительные приступы иррационального оптимизма, которые в конечном счете влияют и на всю мировую экономику.

Для второго издания я переработал книгу и попытался расширить свою аргументацию в пользу того, что в условиях меняющейся экономической жизни и с точки зрения исследования последствий для нашей экономики и будущего в целом важным фактором служат изменения, вызванные новыми взглядами, иррациональными убеждениями и смещением центров внимания. Я заменил примеры таких изменений на более свежие. Но самое главное, я добавил еще одну главу (главу 2), посвященную беспрецедентному буму на рынке недвижимости, который, начиная с конца 1990-х гг., охватил многие страны. Кроме того, на протяжении книги я все больше останавливаюсь на теме спекуляций на рынке недвижимости. Помимо этого, по многим направлениям я расширил и упрочил свои основные аргументы. В течение более чем пяти лет с момента выхода первого издания я не переставал размышлять над поднятыми в книге вопросами. За это время я также значительно продвинулся в своих исследованиях в области поведенческой экономики.

Вопросы, которые ставятся в книге, имеют исключительную важность и актуальны по сей день. Люди в большинстве стран мира до сих пор слишком уверены в том, что фондовый рынок, а во многих местах и рынок жилья, будет чувствовать себя очень хорошо, но подобная самоуверенность может привести к нестабильности рынка. Значительные всплески роста на этих рынках могут в конечном счете обернуться еще более значительными падениями. Хуже всего, если результатом подобных спадов станет существенный рост банкротств частных лиц, а вслед за ними — финансовых институтов. Другим долгосрочным последствием может стать снижение доверия потребителей и бизнеса и очередная, возможно глобальная, рецессия. Подобную крайность — как развитие ситуации в Японии начиная с 1990 г. — нельзя назвать неизбежной, но риск намного выше, чем все готовы это признать.

Чтобы такое развитие событий не слишком пугало, следует отметить, что мы уже живем в условиях, представляющих собой неприятные последствия нашей самоуверенности в прошлом. К 2002–2003 гг. фондовые рынки *многих* стран откатились от своих пиковых значений (2000 г.) как минимум наполовину и лишь чуть-чуть восстановились. Чрезмерное инвестирование со стороны корпораций, стимулировавшее бум на фондовом рынке, привело к значительному сокращению инвестиционных расходов в начале XXI в. и глобальной рецессии.

В результате бума 1990-х гг. в бизнесе возникла атмосфера сродни той, что существовала во времена золотой лихорадки. Многие так же вынуждены были принимать неверные решения,

последствия которых еще много лет будут сказываться на нас. Подобные изменения в бизнес-среде частично явились результатом отхода от этических стандартов, ослабления веры в такие понятия, как добросовестность, честность, постоянство и ответственность в бизнесе. Падение рынка сопровождалось чередой скандалов с участием советов директоров корпораций, аудиторских фирм и взаимных фондов.

В конечном итоге годы расточительства привели к серьезным бюджетным проблемам как на местном, так и на общегосударственном уровне. В 1990-е гг., когда наблюдался подъем фондового рынка, инвесторы активно на этом зарабатывали, а экономика бурно развивалась, налоговые отчисления возрастали и правительства многих стран не могли удержаться от увеличения расходной части бюджета. После падения рынка и соответствующего снижения налоговых поступлений такие страны оказались в ситуации жесткого бюджетного дефицита. Его средний размер среди стран — членов Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) вырос с 0% ВВП в 2000 г. до 3,6% в 2004 г. В свою очередь дефицит государственного бюджета вызвал волну действий, направленных на сокращение расходов с далеко не равными последствиями для разных групп людей.

Еще одним следствием большого бума на фондовом рынке конца 1990-х стал стремительный рост цен на рынке недвижимости, начавшийся примерно в 1997–1998 гг. и набравший обороты во многих странах уже после 2000 г. Цены на жилье пошли вверх где-то в 1997 г., когда бум на фондовом рынке активно способствовал распространению новых экономических теорий — прихода «новой эры», и во многих городах до сих пор продолжают расти, несмотря на коррекцию рынка ценных бумаг. Мы еще ощутим все последствия такого изменения цен.

Нестабильность спекулятивных рынков оказывает все более растущее влияние на мировую экономику. Мы начали уделять особенно пристальное внимание непредсказуемым рынкам. Это не значит, что существующие рынки ценных бумаг становятся все в большей мере волатильными. Их волатильность скачкообразна, поэтому очень сложно распознать четкий повышательный тренд. Но люди все чаще играют на спекулятивных рынках, масштаб последних растет, как и сопутствующие риски. Каждый год появляются новые электронные торговые площадки, расширяется и перечень рискованных инструментов, которыми торгуют, растет и количество участников спекулятивных торгов — как в развитых, так и развивающихся странах.

В людях будет расти страх, что их будущее зависит от размера их благосостояния, а последнее очень нестабильно из-за изменчивости рынка. Поэтому через какое-то время они будут внимательнее следить за движениями на рынке. Все чаще можно слышать, что наша жизнь во многом зависит от цен на активы. Люди все больше верят в то, что они должны сами защищать свою частную собственность, и сомневаются в том, что могут положиться в деле спасения на различные социальные институты, если что-то произойдет. Они видят в лице безжалостного капитализма будущее.

У такой экономической системы есть даже название — «общество собственников», которое любил использовать в том числе Джордж Буш-младший, бывший президент США. Люди должны сами распоряжаться своим будущим и планировать его как собственники во всех смыслах этого слова. Можно много говорить об обществе собственников с точки зрения стимулирования экономического роста. Но по своей природе оно способствует развитию спекуляций, а благодаря причудам психологии человека возникает огромное количество рисков, которыми мы должны как-то управлять.

Я не знаю, что случится в будущем, и не могу точно предугадать взлеты и падения рынков. Но я знаю, что, несмотря на значительные потери с начала 2000-х гг., кредит доверия к рынкам до сих пор довольно высок. Поэтому люди верят в то, что если они будут внимательно отслеживать все резкие колебания конъюнктуры при инвестировании, то в один прекрасный день станут богатыми, и никоим образом не готовятся к худшему.

Краткое содержание

Книга начинается с двух вводных глав, в которых показана хронология взлетов и падений фондового рынка и рынка недвижимости. Глава 2, появившаяся в этом издании, представляет собой анализ рынка недвижимости в дополнение к главе 1, которая уже была в первом, где анализируется

фондовый рынок. Обе главы дают возможность увидеть, насколько значительными были последние колебания на этих рынках, а также получить полное представление о перспективах развития тех или иных трендов.

В части I обсуждаются структурные факторы, способствующие развитию пузырей на рынке. Она начинается главой 3 — с рассуждения о факторах, стимулирующих колебания рынка: это события, связанные с политикой, технологиями, демографией и т.п. Список из 12 стимулирующих факторов, которые влияют на рынок, лишь немного отличается от варианта для первого издания, даже несмотря на то, что он теперь включает в себя факторы как для фондового рынка, так и для рынка недвижимости. В главе 4 доказываем, что определенные механизмы могут усилить влияние данных стимулирующих факторов. Они действуют с некоторой задержкой, поэтому взаимосвязь между движениями на рынке и подобного рода факторами проследить трудно. Когда такие события интерпретируются как благоприятные для инвестиций, определенные усилители могут со временем укрепить доверие к рынку даже несмотря на уже существующий, достаточно высокий, курс ценных бумаг. Повышение курса порождает цепочку последующих повышений цен, таким образом усиливая стимулирующие факторы и надувая спекулятивный пузырь. Если же события интерпретируются как неблагоприятные для инвестирования, то эти же усилители могут сработать противоположным образом, когда снижение курса влечет за собой серию последующих падений.

В части II рассматриваются общественно-культурные факторы, которые усиливают спекулятивный пузырь. Новостные СМИ, о которых речь пойдет в пятой главе, играют важную роль — они распространяют информацию, которая создает резонанс в среде инвесторов, зачастую вне зависимости от ее достоверности. В шестой главе анализируются внезапно возникающие новые экономические теории. В этом издании теории «новой эры» касаются как фондового рынка, так и рынка недвижимости. Их популярность создается действиями самих рынков, а не беспристрастным анализом истинной ценности информации. Из главы 7 вы узнаете о самых больших бумах на рынке ценных бумаг в разных странах за последние полвека и связанных с ними новых теориях.

В части III рассматриваются психологические факторы, лежащие в основе поведения рынка. В восьмой главе я постараюсь доказать, что истинная рыночная стоимость не может определяться в полной мере на основе экономической теории или финансовой, что существенно затрудняет соответствующие расчеты, поэтому для определения рыночной стоимости люди, как правило, полагаются на психологические ориентиры. В главе 9 описываются некоторые важные результаты социологических и социально-психологических исследований, которые позволяют понять, почему многие, такие разные, люди могут одновременно изменять свое мнение.

В части IV книги исследуются попытки известных ученых и специалистов объяснить возникновение пузырей на рынке с рациональной точки зрения. Глава 10 посвящена теории эффективных рынков. В одиннадцатой главе рассказывается о явлении, очень распространенном при возникновении пузыря, когда общественности вдруг становится известен какой-то важный факт, и это несмотря на то, что этот «факт» еще никем не доказан или, наоборот, уже широко известен в течение довольно длительного времени.

Двенадцатая глава части V посвящена последствиям спекулятивных пузырей для частных инвесторов, различных институтов и правительств. Здесь предлагается несколько рецептов изменений политики, необходимых сейчас, когда оба рынка — ценных бумаг и недвижимости — уязвимы. Они представляют собой предложения по смягчению для частных инвесторов последствий «лопанья» пузыря.

Кроме того, я запустил сайт irrationalexuberance.com, где вы сможете найти самую свежую информацию по темам, поднятым в этой книге, а также постоянно обновляемые данные и графики.

Эта книга представляет собой развернутый анализ последнего грандиозного бума на фондовом рынке, основанный на многочисленных опубликованных исследованиях и исторических фактах. Несмотря на то что отправной точкой книги является сегодняшняя ситуация, она рассматривается в общем контексте возникавших на фондовом рынке бумов, а предлагаемые конкретные решения по изменению политики могут быть приняты в качестве ответной реакции как на нынешний бум, так и на любой последующий.

Книга сегодня особенно актуальна, поскольку существуют масштабные и достаточно принципиальные расхождения во взглядах относительно фондового рынка. Если люди не согласны друг с другом по основным вопросам, то обычно у них просто нет целостной картины происходящего. Все же важный для всех консенсус может быть достигнут только при рассмотрении всех имеющихся фактов. При написании книги я попытался представить в ней более широкий спектр информации, чем, как правило, используют при подготовке подобного рода книг о рынке. Кроме того, переработав и обобщив информацию, я постарался создать подробную картину происходящего.

Почему американский фондовый рынок достиг такого высокого уровня на границе двух тысячелетий? Какие изменения послужили причиной роста цен? Каково значение этих изменений с точки зрения перспектив развития рынка в ближайшие годы нового тысячелетия? Способствуют ли сильные фундаментальные факторы поддержанию рынка на столь же высоком уровне, как сегодня, или же они в состоянии вывести его на более высокий уровень даже при наличии понижительной коррекции? Или же рынок растет только вследствие некоего охватившего его *иррационального оптимизма* — когда инвесторы выдают желаемое за действительное, что мешает нам реалистично воспринимать ситуацию?

Ответы на подобные вопросы чрезвычайно важны как с точки зрения частных лиц, так и всего государства. То, как мы оцениваем фондовый рынок сегодня и в будущем, влияет на основные решения в сфере экономической и социальной политики, которые воздействуют не только на инвесторов, но и на все общество в целом и даже на весь мир. Если существующая и будущая стоимость акций на рынке будет завышена, мы, как общество, можем вложить слишком много средств в новые проекты и расширение бизнеса и слишком мало — в инфраструктуру, образование и другие формы человеческого капитала. Если мы оцениваем рынок выше его возможностей, мы начинаем проявлять самонадеянность в отношении финансирования пенсионных планов, поддержания нормы сбережений и улучшения системы социальной защиты, а также введения новых форм социального страхования. Кроме того, мы можем лишиться возможности использовать передовые финансовые технологии для разработки новых решений, чтобы бороться с реальными рисками, грозящими нашим домам, городам, источникам средств к существованию.

Для ответа на эти вопросы о сегодняшнем фондовом рынке я использую соответствующую информацию из различных и, как некоторым покажется, весьма далеких от объекта исследования областей. Сигналы, подаваемые оттуда, зачастую остаются незамеченными аналитиками, но они доказали свою важность при определении схожих ситуаций в истории, а также на других рынках мира. Это и экономика, и психология, и демография, и социология, и история. Помимо традиционного финансового анализа это еще и иное видение рассматриваемых вопросов. Многие подходы взяты из такой активно развивающейся области, как поведенческие финансы, которая с годами все больше превращается из подраздела в одну из главных составляющих теории финансов.

Я упростил все наиболее значимые идеи, предложенные исследователями в этих областях. В общем и целом их суждения сводятся к тому, что современный фондовый рынок демонстрирует классические признаки спекулятивного пузыря: налицо временное повышение котировок на рынке, за которым стоит в большей степени энтузиазм инвесторов, чем корректная оценка реальной стоимости акций. В таких условиях, даже если рынок в состоянии поддерживать или существенно повышать уровень котировок, перспективы развития фондового рынка в следующие 10–20 лет можно будет назвать безраздужными, а скорее — опасными.

Я не собираюсь представлять здесь какую-то совершенно новую концепцию поведения

финансового рынка. Книга не является работой по экономической теории или эконометрике, хотя отчасти и затрагивает эти области. Это скорее попытка охарактеризовать сегодня сложную природу наших рынков, учитывая при этом, насколько они соответствуют или не соответствуют нашим ожиданиям и моделям. Собрав наиболее важные факты (экономические и неэкономические), характеризующие состояние рынка, я хочу скорректировать рискованный, на мой взгляд, курс, который взят многими политиками и экономистами. Также я надеюсь призвать гениев финансовой мысли пересмотреть свои теории, проверив их с помощью приводимых мной фактов, говорящих о том, что курс акций или цена на рынке — это больше, чем просто сумма доступной экономической информации, как обычно считают сегодня.

За последние годы такое направление теории финансов, в основе которого лежит предположение, что все люди ведут себя исключительно рационально и экономно, превратилось в важнейший аналитический способ демонстрации нашего превосходства над рынком. Финансисты-теоретики, рассматривающие цену рынка как эффективный преобразователь финансовой информации, оказали сильное влияние на системное управление мировым богатством — начиная от биржевых спекулянтов, скупающих акции, и заканчивая Федеральной резервной системой. Но большинство ученых в области финансов и экономики избегают публичных высказываний о состоянии фондового рынка (однако за обедом или кружкой пива достаточно охотно говорят на эту тему), поскольку не желают, чтобы их поймали на неспособности доказать свое мнение. С видом научной беспристрастности специалисты по финансовой экономике склонны возвратиться к простой, но красивой модели рыночной эффективности, чтобы оправдать свою профессиональную точку зрения.

Однако, если обсуждается проводимая политика, чрезмерное доверие к таким первоначальным моделям сопряжено с серьезными рисками, так как эти модели применимы только в тех ситуациях, для решения которых необходима научная точность. Тот, кто стремится быть максимально точным, рискует слишком сузить проблему, а значит, оторваться от реальности. Доказательства, представленные в этой книге, говорят о том, что подлинная сущность сегодняшнего фондового рынка заключается в том, что это некий испытательный полигон. Чтобы теорию финансов можно было бы применить на практике, все экономисты в конечном счете вынуждены будут столкнуться с тяжелыми реалиями рынка. Между тем участники обсуждений и формирования экономической политики должны, пока не поздно, распутать клубок факторов, влияющих на рынок.

Одним из непредвиденных последствий сегодняшней культуры инвестирования является тот факт, что десятки миллионов частных инвесторов ведут себя так, словно курс акций и дальше будет расти такими же темпами. Даже если фондовый рынок по каким-то показателям выше, чем когда-либо прежде, инвесторы продолжают действовать таким образом, как если бы он не мог взлететь слишком высоко или надолго опуститься. Почему они так себя ведут? Их логика сродни аргументам «безбилетников». То есть если миллионы исследователей и инвесторов отслеживают курсы акций и подтверждают их стоимость, зачем тратить время на то же самое? Можно также бесплатно воспользоваться результатами труда прилежных инвесторов, которые занимаются анализом курсов, и делать то же, что и они, — покупать акции!

При этом большинство инвесторов не задумываются, можно ли доверять качеству анализа фондового рынка, не говоря уже о четкости и точности, с которыми его результаты предоставляют широкой общественности. Некоторые так называемые исследования зачастую выглядят не намного серьезнее гаданий на кофейной гуще. Приводимые в них аргументы, что индекс Dow Jones достигнет отметки 36 000 или 40 000 и даже 100 000 пунктов, не внушают доверия. Безусловно, некоторые исследователи рассуждают более реалистично относительно перспектив развития рынка и их прогнозы намного точнее, но вы не встретите их имен на первых полосах таблоидов, а значит, они не могут повлиять на общественное мнение.

Вместо этого мы видим повышенную тягу СМИ к разного рода домыслам и мнению «звезд» о состоянии фондового рынка. Масс-медиа, как и их авторы, в погоне за вниманием читателей, слушателей и зрителей, как правило, весьма поверхностно относятся к рассматриваемой проблеме, что способствует распространению искаженного представления о рынке. В результате возникло расхожее мнение, что курсы ценных бумаг могут расти бесконечно. Общественность приучилась мыслить

именно так. Надо отдать должное профессионалам с Уолл-стрит, выступающим по ТВ, на радио, в газетах и журналах, но им трудно изменить общепринятую точку зрения, так как они ограничены возможностями аннотаций и цитирования их мнений. Чтобы прояснить подобные вопросы, следует писать книги. Перед вами одна из таких книг.

Уже говорилось что, согласно общепринятому мнению, фондовый рынок в целом всегда был и будет наиболее привлекательным местом для инвестиций, даже если по историческим меркам он будет переоценен. Мелкие инвесторы при формировании своих пенсионных фондов все больше тяготеют к инвестированию в акции. В результате все большую популярность приобретает политика 100%-ного вложения средств фондов в акции. При этом они словно повинуются некой неведомой силе. Этим пользуются компании с неограниченными возможностями по продаже собственных акций. «Вам нужны акции? Мы готовы вам их продать».

Кроме того, большинство инвесторов относятся к фондовому рынку как к природной стихии, не понимая, что они сами и определяют курс акций на рынке. Они недооценивают тот факт, насколько одинаково мыслят те, кто покупает акции. Многие частные инвесторы считают, что институциональные инвесторы играют доминирующую роль на рынке, что у этих сведущих людей есть современные модели, которые позволяют им понять, как ведут себя цены, и что эти знания исключительны. Немногие из них понимают, что большинство институциональных инвесторов в общем и целом также с трудом представляют себе, что будет с рынком завтра. Короче говоря, курс акций в какой-то степени определяет самореализующийся прогноз, основанный на одинаковом предчувствии крупных и мелких инвесторов и поддержанный массмедиа, которые обычно с радостью подтверждают их общую точку зрения.

Когда в марте 1999 г. промышленный индекс Dow Jones впервые пробил планку в 10 000 пунктов, инвестиционный банк Merrill Lynch разместил на целую полосу рекламу под заголовком: «Даже такие, как мы, приверженцы строгой долгосрочной стратегии не могут не воскликнуть “Здорово!”». В нижнем левом углу страницы, рядом с кривой курса акций, застывшей на отметке в 10 000 пунктов, красовалась надпись: «Достижение человечества». Если это и есть достижение, с которым надо поздравлять, тогда давайте поздравим и всех тех, кто представляет красочные отчеты об оценке своей работы.

Сегодня в воздухе витает дух чрезвычайно завышенных ожиданий, если не сказать иррационального оптимизма. Люди оптимистично настроены в отношении будущего фондового рынка. Не хватает трезвого взгляда и способности предвидеть понижательную тенденцию и ее последствия. Если индекс Dow Jones упадет до 6000 пунктов, потери могут составить сумму, эквивалентную стоимости всей жилой недвижимости Соединенных Штатов. Это в разной степени негативно отразится как на отдельных людях, так и на пенсионных фондах, спонсорских фондах колледжей и университетов, а также на благотворительных организациях.

Мы обязаны понять, является ли рыночный курс сегодня, завтра или в любой другой момент времени адекватным отражением экономической реальности, поскольку нам, простым гражданам, необходимо знать, какими деньгами мы располагаем. Исходя из этой оценки, мы будем принимать решение, как тратить деньги, в том числе на еду и одежду. Следует понимать, что влияет на развитие рынка в долгосрочной перспективе, именно в этом и должна помочь эта книга.

Благодарности

Я выражаю благодарность Джереми Сигелу, который, несмотря на абсолютное несогласие с выдвигаемыми мной идеями, настоятельно убеждал меня опубликовать их в виде книги. Джереми — настоящий подстрекатель и мой большой друг. Мы часто отдыхаем семьями. И пока мы гуляем по пляжу или наблюдаем, как наши дети ловят рыбу, он рассказывает мне о своем понимании финансов, которое отличается от моего. После выхода первого издания этой книги нас часто называли антагонистами: он — бык, а я — медведь. На самом деле у нас много общего.

Также я признателен Джону Кэмпбеллу, моему бывшему студенту, соавтору по десятку совместных научных работ, посвященных финансовым рынкам, а также близкому другу. Помогая сформулировать многие идеи, которые легли в основу этой книги, он стал моей интеллектуальной «второй половиной». Общими усилиями мы значительно улучшили мою работу по волатильности финансовых рынков. Кроме того, он сделал немало полезных предложений по этой книге и дал ценные комментарии по самой рукописи.

Хочу поблагодарить Питера Догерти, моего редактора из Princeton University Press, оказавшего огромное влияние на то, как должна выглядеть книга, — именно он помог определить ее структуру. Он практически стал моим соавтором. Питер Струпп и сотрудники Princeton Editorial Associates оказали неоценимую помощь на этапе предпечатной подготовки книги.

Благодаря постоянной поддержке и пониманию моей помощницы Кэрол Коупленд я смог пережить все трудности работы над книгой. Я признателен судьбе за то, что рядом со мной в тот момент также были и мои блестящие ассистенты: Эрик Бэйр, Йигит Бора Бозкурт, Питер Фабрицио, Джон Фогнер, Херардо Гарсиа Лопес, Майкл Гоусгоунис, Уильям «Дрю» Халуска, Эрик Хьялмарссон, Юаньфэн Хоу, Мурад Дживрадж, Олстон Ламберт II, Энтони Линг, Луис Манчилла, Стивен Павличек и Кинде Вубне.

Я благодарен моим друзьям и коллегам, которые нашли время и прочли рукопись, за их развернутые комментарии и советы. Это Стефано Атанасоулис, Джон Геанакоплос, Уильям Конигсберг, Стивен Моррис, Шэрон Остер, Джей Риттер, Мартин Шубик и Джеймс Тобин.

Большое спасибо коллегам из фонда поддержки экономических исследований им. Коулза при Йельском университете: Глене Эймс, Дональду Брауну, Стефану Кригеру, Стивену Моррису и Уильяму Нордхаусу. Я также выражаю благодарность основателю фонда, ныне покойному Альфреду Коулзу III — инвестиционному менеджеру первой половины XX в. и покровителю математической экономики. Он свел воедино все данные по дивидендам и доходам до 1926 г., которые использованы в книге.

Я признателен моим коллегам из Международного финансового центра при Йельском университете: его директору Уильяму Гетцманну, а также Чжиу Чэню, Роджеру Ибботсону, Илаю Леви, Сумитре Судхир, Джиму Снайдеру, Айво Уэлчу и Джефффри Верглери. Роджер, предрекавший в 2000 г. фондовому рынку блестящее будущее и читавший лекции на тему «Dow Jones — 100 000 пунктов», стал моим дружественным оппонентом.

Особенно весомой была поддержка со стороны моего коллеги Карла Кейса, профессора Колледжа Уэллсли. Я познакомился с ним после выхода в 1986 г. его статьи, в которой он пытался изложить причины скачка цен на рынке недвижимости в Бостоне. Через два года мы впервые провели анкетный опрос покупателей жилья. С тех пор мы работаем вместе, пытаюсь понять психологию рынка недвижимости. Благодаря поддержке Йельской школы менеджмента мы продолжаем обновлять данные нашего исследования.

Спасибо Bracebridge Capital, Fuller & Thaler Asset Management, LSV Asset Management и фонду Рассела Сейджа за спонсорскую поддержку семинаров по поведенческим финансам, которые мы с Ричардом Талером с 1991 г. проводили в Национальном бюро экономических исследований, а также Федеральному резервному банку Бостона, который с 1994 г. совместно с фондом Рассела Сейджа финансировал наши с Джорджем Акерлофом семинары по поведенческой макроэкономике. Термин «поведенческая экономика» относится к области исследований рынков, учитывающих поведение человека, включая аспекты психологии и социологии. Книга вобрала в себя труды ученых в такой

новой сфере, как поведенческая экономика — эта наука начинает укреплять свои позиции в программах экономических и финансовых факультетов университетов.

На протяжении более 20 лет значительную часть моих исследований я провел при поддержке Национального научного фонда США, что позволило мне сосредоточить внимание исключительно на работе и не думать об источниках финансирования. Whitebox Advisors, под руководством Эндрю Редлифа, предоставил Йельскому университету грант на проведение исследований в области поведенческой экономики, что также способствовало подготовке второго издания книги.

Кроме того, я хотел бы выразить благодарность за продуктивное обсуждение Брэду Барберу, Скотту Бурману, Дэвиду Коландеру, Роберту Эликсону, Рэю Фэйру, Питеру Гарберу, Джефффри Гартену, Кристиану Голье, Сунилу Готтипати, Тревору Гритхэму, Стэнли Хэмилтону, Анн Лаферрер, Джонатану Лэйнгу, Рики Лэму, Синьдань Ли, Янь Ли, Джастину Йифу Лину, Бенуа Мерсеро, Джону Рею, Колину Робертсону, Цуру Сомервиллю, Нассиму Талебу, Филиппу Трэнару, Марку Варшавскому, Олегу Замулину, Юн Чжану и Нин Чжу. Я признателен Йосиро Цуцуи из Осацкого университета и Фумико Кон-Йа из Японского института исследований ценных бумаг за многолетнее сотрудничество в области исследований отношения инвесторов к рынку как на японском, так и американском рынке. Огромное спасибо Жозефин Ринальди и Уолту Сметана из CompuMail. Безусловно, я должен также поблагодарить огромную армию инвесторов, которые нашли время и приняли участие в анкетировании.

Особое спасибо моей жене, Вирджинии Шиллер, клиническому психологу, за то, что смогла по-настоящему увлечь меня психологией и убедила в ее важности для экономики. На протяжении всего процесса подготовки книги она внимательно читала и делала критические замечания, а также помогала наиболее точно сформулировать идеи. Я работал день и ночь, и все это время она оставалась истинной хранительницей нашего домашнего очага.

Глава 1

Фондовый рынок в исторической перспективе

Когда Алан Гринспен, находясь на посту председателя Федеральной резервной системы (ФРС), впервые использовал термин *«иррациональный оптимизм»*, чтобы описать поведение инвесторов на фондовом рынке, все буквально заиклилось на этих словах¹. Это было 5 декабря 1996 г. в Вашингтоне на официальном обеде — его выступление транслировалось на весь мир. После его речи фондовые рынки ушли в крутое пике. В Японии индекс Nikkei упал на 3,2%, в Гонконге Hang Seng — на 2,9%, в Германии DAX — на 4%. Британский индекс FTSE 100 в какой-то момент рухнул на 4% в течение дня, а в США на следующее утро промышленный индекс Dow Jones почти в самом начале торгов снизился на 2,3%. Подобная негативная реакция рынков по всему миру на эти два слова, произнесенных в середине выдержанной и ничем не примечательной речи, выглядела полным абсурдом. Так забавная история, повествующая о сумасшествии рынков, получила мировую известность.

Со временем история забылась, но слова *«иррациональный оптимизм»* всплывают вновь и вновь. Постепенно они стали самой известной цитатой Гринспена — крылатой фразой для всех, кто следит за ситуацией на рынке.

Почему люди до сих пор вспоминают об *«иррациональном оптимизме»*? Думаю, что эти два слова наиболее удачно характеризуют то социальное явление, которое проницательные люди наблюдали собственными глазами в 1990-е гг. и которое периодически возникает, когда под влиянием массового психоза рынки растут и достигают неоправданных высот.

В последнюю декаду XX в. большие скачки продолжились и многие отмечали, что в воздухе витает дух чего-то иррационального, природу которого еще трудно определить. Это не было эйфорией инвесторов и проявлением сумасшествия, как любят описывать некоторые «специалисты», называя ранние спекулятивные всплески на рынке бумом образца 1920-х гг. Эти авторы явно приукрашивали историю. Иррациональный *оптимизм* не является *таким уж* сумасшествием. Некогда популярные понятия «спекулятивная мания» или «спекулятивная оргия» кажутся теперь слишком сильными выражениями для описания того, что мы пережили в 1990-е гг. Это больше походило на некие неразумные действия, о которых мы помним, что совершили их в какой-то момент своей жизни, когда наш энтузиазм взял над нами верх. Термин «иррациональный оптимизм» очень точно описывает то, что происходит, когда рынки слишком перегреты.

Иррациональный оптимизм — психологическая основа формирования спекулятивного пузыря. Я определяю последний как ситуацию, при которой новости о повышении цен подстегивают энтузиазм инвестора, распространяющийся, как инфекция, от человека к человеку, все больше преувеличивая рассказываемые истории, оправдывающие рост цен. В результате на рынок приходят все новые инвесторы, которых, несмотря на их сомнения относительно реальной цены объекта инвестиций, привлекает отчасти зависть к чужим успехам, а отчасти — азарт игрока. В книге будут рассмотрены различные составляющие определения пузыря.

Свою речь об «иррациональном оптимизме» Гринспен произнес в 1996 г. практически накануне того, что можно назвать особым историческим периодом — временем спекулятивного роста на фондовом рынке. В начале 1994 г. промышленный индекс Dow Jones (или просто Dow) находился на уровне 3600 пунктов. В марте 1999 г. он впервые пробил планку в 10 000. И через две недели с момента наступления нового тысячелетия, а именно 14 января 2000 г., Dow достиг своего пика — 11 722,98 пунктов. За пять лет рынок утроился. Спустя пару месяцев остальные фондовые индексы также достигли своих пиковых значений. В последующие годы, включая время работы над книгой, фондовый рынок никогда больше не поднимался так высоко. Любопытно, что этот пик Dow (как и других индексов) пришелся почти на конец празднования нового тысячелетия. Выглядело это так, словно само празднование было частью того, что стимулировало рынок двигаться вперед, а наступившее позже похмелье стало причиной резкого отката.

Для роста фондового рынка с 1994 г. по 2000 г. объективных причин не было. Основные экономические показатели были далеки от утращения. За тот же период времени ВВП Соединенных

Штатов вырос менее чем на 40%, а совокупная прибыль корпораций менее чем на 60%, и все это после временной рецессии. Поэтому на фоне этих цифр подобный рост курса ценных бумаг был неоправдан.

На рис. 1.1 показана динамика изменения реального (скорректированного на инфляцию с использованием индекса потребительских цен) сводного фондового индекса Standard and Poor's (S&P), рассчитываемого ежемесячно: он более полно отражает изменения курса на фондовом рынке, чем Dow, так как начиная с 1957 г. включает в себя акции 500 компаний, а не 30, как у конкурента².

Инфляционная коррекция была необходима потому, что общий уровень цен временами был очень нестабилен (правительство печатало много денег, что взвинчивало цены), тогда как нескорректированные цифры создали бы иллюзию реального роста на фондовом рынке. Курсы акций представлены за период с 1871 по 2005 г. (верхняя кривая), так же как и общая доходность (прибыль на акцию) акций корпораций, включенных в этот индекс (нижняя кривая)³.



Рис. 1.1. Курс и доходность акций, 1871–2009 гг.

Сводный фондовый индекс S&P (скорректированный с учетом инфляции), рассчитываемый ежемесячно за период с января 1871 г. по май 2009 г. (верхняя кривая), и доходность S&P Composite, скорректированная на инфляцию, за период с января 1871 г. по декабрь 2008 г. (нижняя кривая).

Источник: расчеты автора с использованием данных S&P Statistical Service; Бюро трудовой статистики США; Cowles and Associates, “Common Stock Indexes”; а также Warren and Pearson, “Gold and Prices”. См. также примечание 3. (Обновление после 2005 г. выделено серым.)

Примерно в то же самое время существенный рост курсов акций произошел во многих других странах, и фондовые рынки этих стран достигли пика почти одновременно — в начале 2000 г. На рис. 1.2 показаны цены на акции в десяти странах. Как видно из графика, за период с 1995 по 2000 г. реальные показатели фондового рынка Бразилии, Франции, Китая и Германии почти утроились, в то время как в Великобритании едва удвоились. В 1999 г., за год до пика, средний темп реального роста курса акций в указанных десяти странах составил 58%. В том же году все страны испытали резкий скачок курса акций, и даже в Великобритании, где он был самым маленьким, он все равно оставался внушительным (16%). В течение 1999 г. фондовые рынки Азии (Гонконг, Индонезия, Япония, Малайзия, Сингапур и Южная Корея) и Латинской Америки (Чили и Мексика) также заработали огромную прибыль. Это был поистине грандиозный бум мирового масштаба.



Рис. 1.2. Курс акций в десяти странах мира с января 1995 г. по июнь 2004 г.

Реальные (скорректированные по инфляции) месячные цены закрытия в Бразилии (Bovespa), Китае (SE Shang Composite), Франции (CAC), Германии (DAX), Индии (Sensex), Японии (Nikkei), Корее (KOSPI), Мексике (Mexbol), Великобритании (FTSE 100), а также США (NASDAQ Composite), скорректированные на месячный индекс потребительских цен страны и соотнесенные с показателями на январь 1995 г. (принятыми за 100 единиц).

Источник: сборники по международной финансовой статистике Bloomberg и Международного валютного фонда.

И если вновь посмотреть на рис. 1.1, на котором представлена более продолжительная хронология индекса S&P, можно увидеть разницу между поведением рынка в последние годы и в далеком прошлом. Как показывает график, рынок в общем и целом рос, начиная с момента достижения дна в июле 1982 г. и заканчивая мартом 2000-го. Резкий взлет котировок в период с 1995 по 2000 г. был самым значительным: индекс вел себя словно ракета, пролетающая через вершину графика, но ее двигатель затем начинал чихать, и она падала. Этот самый значительный за всю историю бум на фондовом рынке можно назвать бумом тысячелетия.

Взлет и падение рынка ценных бумаг после достижения пика в 2000 г. определенно связаны с изменением доходности. Как можно увидеть на рис. 1.1, показатель совокупной доходности акций компаний, входящих в S&P 500, в конце 1990-х отражает очень быстрый рост вплоть до краха 2000 г. Но исторически доходность в общем и целом менялась не так резко, как курс акций. Фактически она колебалась в районе кривой медленного, но уверенного роста, сохранявшегося на протяжении более чем столетия.

Из рис. 1.1 видно, что никогда прежде в истории фондового рынка курс акций не вел себя так, как это было в 2000 г. Конечно, был известный всем разгон рынка в 1920-е с последующим крахом в 1929 г. На рис. 1.1 этот бум показан в виде остроугольной фигуры изменения курса. Если же сделать поправку на меньший объем рынка того времени, то можно признать, что события 1920-х гг. в какой-то степени напоминают недавний рост фондового рынка, но это единственный эпизод за всю историю, с которым можно сравнить последний бум.

Был также резкий всплеск в конце 1950-х и начале 1960-х гг., результатом которого стало наступление «штиля» на добрые пять лет, после чего в 1973–1974 гг. на фондовом рынке случился крах. Но рост курса акций во время этого бума был не столь велик по сравнению с 1990-ми.

Соотношение цены акции к доходу по ней

На рис. 1.3 показан коэффициент цена-прибыль — это реальный (скорректированный на инфляцию) сводный индекс S&P, деленный на скользящее среднее реальной доходности акции за десять лет.



Рис. 1.3. Коэффициент цена-прибыль и процентные ставки в период с 1881 по 2009 г.

Ежемесячные показатели коэффициента цена-прибыль с января 1881 г. по май 2009 г. Числитель: реальный (скорректированный на инфляцию) сводный фондовый индекс S&P за январь. Знаменатель: скользящее среднее за предыдущие десять лет реальной доходности S&P Composite. Даты пиков обозначены.

Источник: расчеты автора с использованием данных рис. 1.1. Процентная ставка — доходность (номинальная) долгосрочных облигаций, выпускаемых правительством США, с января 1881 г. по март 2009 г. (автор соединил два временных ряда долгосрочных процентных ставок)⁵. (Обновление с 2005 г. выделено серым.)

Точки на графике — ежемесячные данные за период с января 1881 г. по январь 2005 г. Коэффициент цена-прибыль показывает взаимосвязь между рыночным курсом акций и реальной способностью корпораций получать прибыль. Я использую десятилетнюю среднюю реальной доходности в качестве знаменателя, руководствуясь принципами, предложенными Бенджамин Грэмом и Дэвидом Доддом в 1934 г. Десятилетняя средняя сглаживает такие отклонения, как временный резкий рост доходности во время Первой мировой войны и, наоборот, временное сокращение прибыли корпораций в период Второй мировой, а также частые взлеты и падения, которые мы наблюдаем в течение делового цикла⁶. Обратите внимание на громадный скачок после 1997 г., когда коэффициент неуклонно рос, пока не пробил 24 марта 2000 г. максимум на отметке в 47,2. Никогда прежде коэффициент цена-прибыль не был так высок. Ближайшая параллель, которую можно провести, это сентябрь 1929 г., когда показатель достиг отметки в 32,6.

В 2000 г. доходность была достаточно высока по сравнению с показателями доходности долгосрочного инвестирования по Грэму и Додду, но в этом не было ничего из ряда вон выходящего. Вот что точно было необычным в том же году, так это то, как вел себя курс акций (это можно также увидеть и на рис. 1.1), а не их доходность.

Такую нехарактерную динамику курса акций в период с 1990 по 2000 г. можно отчасти объяснить необычным поведением прибыли корпораций, которая отражалась в их финансовых отчетах. Многие эксперты тогда отмечали чрезмерный рост доходности акций на протяжении пяти лет до 1997 г.: реальный сводный показатель прибыли на акцию S&P Composite за этот отрезок времени увеличился

более чем в два раза, и такого стремительного роста в течение всего пяти лет рынок не видел почти полвека. Год 1992-й стал годом окончания рецессии, в период которой уровень прибыли падал⁷. Подобные всплески роста прибыли после рецессий случались и прежде. Так, например, с 1921 по 1926 г. реальная прибыль действительно увеличилась более чем в четыре раза. Это была пора процветания — «бурные 20-е» сменили сильнейшую рецессию, закончившуюся в 1921 г. Также удвоение реальной прибыли за пять лет имело место после окончания депрессии 1890-х гг., Великой депрессии 1930-х и Второй мировой войны.

В 2000 г., на пике рынка, для экспертов существовал соблазн экстраполировать рост доходности и поверить в то, что ряд фундаментальных изменений в экономике дадут толчок новому тренду роста этого показателя. Несомненно, всеобщие разговоры о наступлении нового тысячелетия стимулировали подобные мысли. Однако было бы разумнее, исходя из цикличности поведения доходности на протяжении истории, предположить разворот этого показателя на 180 градусов.

Резкое сокращение прибыли корпораций в 2000–2001 гг., крупнейшее в процентном измерении с 1920–1921 гг., безусловно, является одной из причин падения рынка. Это, конечно, подорвало уверенность в надежности новой высокотехнологичной экономики. Но вопрос в том, как интерпретировать снижение доходности. В четвертой главе мы будем говорить о том, что подобное снижение можно рассматривать с разных сторон, в том числе и как результат влияния психологии инвесторов, приводящей к коллапсу на рынке. Отрицательная динамика доходности после 2000 г. была отчасти связана и с чисто формальной бухгалтерской реакцией на падение курса акций, поскольку теперь, согласно требованиям отчетности, компании обязаны были корректировать свою доходную часть на величину потерь в стоимости их ценных бумаг, а после краха фондового рынка эти потери были весьма существенны.

Когда коэффициент цена-прибыль был высоким

Как видно из рис. 1.3, коэффициент цена-прибыль трижды достигал достаточно высокого уровня, но никогда не превышал значения 2000 г. Первый пик пришелся на июнь 1901 г., когда коэффициент добрался до отметки в 25,2 (рис. 1.3). Его можно было бы назвать «пиком XX в.», так как это произошло практически в период празднования наступления нового века (новое столетие наступало 1 января 1901-го, а не 1900 г.)⁸. Высшая точка была достигнута после двукратного роста реальной прибыли в течение пятилетнего периода восстановления американской экономики после депрессии 1890-х гг.⁹ Максимальное значение коэффициента цена-прибыль пришлось на момент, который последовал за резким ростом этого показателя с июля 1900 г. по июнь 1901 г., когда за 11 месяцев он прибавил 43%. Это было связано с возникшим на рубеже веков оптимизмом, с избыточными надеждами на процветание и переоценкой роли новых технологий.

После 1901 г. не было какого-то мгновенного падения реальных цен на акции. Следующие десять лет они балансировали на уровне или чуть ниже значений 1901 г. и лишь затем рухнули. К июню 1920 г. фондовый рынок потерял 67% своей реальной стоимости, приходившейся на июнь 1901 г. В течение следующих пяти лет с момента достижения своего очередного пика в июне 1901 г. фондовый рынок показывал реальную доходность (включая дивиденды) на уровне 3,4% в год, т.е. чуть выше реальной процентной ставки. Если рассматривать среднюю реальную доходность за 10 лет с этой же даты, то она составила 4,4%, за 15 лет — 3,1%, а за 20 лет — минус 0,2%¹⁰. Такая доходность ниже наших ожиданий от фондового рынка в целом, хотя если кто-нибудь попридержал бы бумаги до 1920-х гг., то их доходность могла быть значительно выше.

Вторым примером высокого коэффициента цена-прибыль является пик, которого достиг рынок в сентябре 1929 г. — наивысшая точка за все 1920-е гг. и вторая по величине за всю историю. После господства на рынке 1920-х гг. «бычьих» настроений коэффициент достиг отметки в 32,6. Как все мы знаем, рынок был низвергнут с такой высоты и к июню 1932 г. потерял 80,6% индекса S&P. Снижение реальной стоимости ценных бумаг было значительным и долгим. Реальный индекс S&P Composite смог вернуть себе позиции сентября 1929 г. только в декабре 1958 г. В течение пяти лет с сентября 1929 г. средняя реальная доходность фондового рынка (включая дивиденды) составляла –13,1% в год; в

течение следующих 10 лет – 1,4%; следующих 15 лет – 0,5%; и следующих 20 лет — 0,4% в год¹¹.

В третий раз коэффициент цена-прибыль достиг больших высот в январе 1966 г., когда он, как показано на рис. 1.3, добрался до локального максимума в 24,1. Его можно было бы назвать «пиком Кеннеди — Джонсона», поскольку он многим обязан авторитету и харизме тогдашнего президента США Джона Кеннеди и поддержке его вице-президентом и преемником Линдоном Джонсоном. Новый пик стал результатом возвращения на рынок «бычьих» настроений и стремительного 52%-ного роста реального курса на протяжении пяти лет, с мая 1960 г. Такой скачок, в результате которого коэффициент цена-прибыль достиг своего локального максимума, соответствовал также резкому росту реальной прибыли, составившему 36%. Рынок отреагировал на увеличение прибыли, исходя из ожидания, что оно продолжится, но, конечно же, этого не случилось. В последующие десять лет рост реальной прибыли был незначительным. Что касается реального курса, этот показатель «прыгал» вокруг своего пика в январе 1966 г., превысив его где-то в 1968 г., а затем откатившись обратно. Реальный курс акций к декабрю 1974 г. «похудел» на 56% от своей стоимости в январе 1966 г. и вернулся на тот же уровень лишь в мае 1992 г. Средняя реальная доходность на фондовом рынке (включая дивиденды) после января 1966 г. на протяжении пяти лет составляла –2,6% в год; в последующие десять лет –1,8%; в последующие 15 – 0,5%; и в последующие 20 лет — 1,9%.

Эти примеры временного повышения курса свидетельствуют о том, что иррациональный оптимизм не является чем-то новым и связанные с ним эпизоды всегда заканчиваются не очень хорошо. В главе 10 мы еще вернемся к прогностическим возможностям коэффициента цена-прибыль.

Процентные ставки

График на рис. 1.3 включает также изменение процентных ставок или доходности долгосрочных государственных облигаций. Процентные ставки — одна из наиболее часто обсуждаемых тем, имеющих отношение к фондовому рынку. Во время бума на рынке ценных бумаг в 1990-е многие отмечали снижение процентных ставок. Фактически, процентные ставки так или иначе продолжали снижаться еще с 1982 г., когда фондовый рынок достиг своего очередного дна. В 1990-х гг. многие придерживались идеи, что снижение процентных ставок может быть причиной роста курса акций на фондовом рынке.

В отчете о кредитно-денежной политике, приуроченном к выступлению Алана Гринспена перед конгрессом в июле 1997 г.¹², утверждалось, что между доходностью десятилетних облигаций и коэффициентом цена-прибыль с 1982 г. существует заметная отрицательная корреляция. Действительно, между процентными ставками и коэффициентом цена-прибыль прослеживалась взаимосвязь. Фактически с середины 1960-х до начала 1980-х гг. процентные ставки росли, а коэффициент цена-прибыль снижался. С начала 1980-х гг. и по конец 1990-х, когда состоялось выступление Гринспена, процентные ставки снижались, а курс акций на рынке рос. Взаимозависимость между уровнем фондового рынка и десятилетней процентной ставкой получила название «модель ФРС». В конце 1990 — начале 2000-х было модно использовать эту модель для объяснения ситуации на рынке. Действительно, наблюдая снижение процентных ставок, можно решить, что курс акций должен повышаться в связи с увеличением прибыли, поскольку размер предполагаемой доходности облигации в долгосрочной перспективе уменьшается, а значит, привлекательность акций растет. В конце 1990-х в телевизионных программах, посвященных вопросам бизнеса, очень любили ссылаться на «модель ФРС», что выглядело почти навязчиво.

Однако «модель ФРС» оказалась неубедительной¹³. За весь представленный на рис. 1.3 период времени не прослеживается устойчивой связи между размером процентных ставок и коэффициентом цена-прибыль. Во времена Великой депрессии процентные ставки были необычайно низки, что, согласно «модели ФРС», должно означать активный рост фондового рынка в связи с ростом доходности акций. Однако этого не наблюдалось.

Процентные ставки продолжили снижаться после того, как рынок достиг своего пика в 2000 г., и тогда мы увидели картину, противоположную тому, что подразумевала «модель ФРС»: и коэффициент цена-прибыль, и процентные ставки демонстрировали падение. С этого момента о «модели ФРС» стали

вспоминать гораздо реже.

Хотя процентные ставки и должны в определенной степени влиять на фондовый рынок, его реакция на них не слишком предсказуема. На рынке существует намного больше факторов, воздействие которых мы должны постараться понять. К процентным ставкам мы вернемся еще в главе 10.

Беспокойства вокруг иррационального оптимизма

В 2000 г. я думал, что большинство людей, которых я встречал и которые представляли разные слои общества, были озадачены столь высоким курсом акций. Казалось, они не до конца понимали ситуацию на рынке: была ли она адекватной или служила результатом поведения его участников, которое можно было описать как иррациональный оптимизм. Как будто они сомневались, что высокий курс акций мог быть демонстрацией именно такого оптимизма. Не было уверенности в том, что высокий курс акций — отражение необоснованного оптимизма, который прочно в нас засел и влиял на все наши жизненно важные решения. Они не знали, как интерпретировать любую внезапную коррекцию рынка, и задавались вопросом, возможен ли возврат того состояния рынка, где господствовала прежняя психология.

Даже Алан Гринспен, казалось, пребывал в сомнении. Он произнес свою речь об иррациональном оптимизме через два дня после моего выступления перед Советом управляющих ФРС во главе с ним, где я тоже говорил об иррациональном поведении рынка. Но не прошло и семи месяцев, как Гринспен оптимистично заявил о «новой эре» в развитии экономики и фондового рынка. Он всегда был очень осторожен в своих публичных заявлениях и никогда не ретранслировал чужое мнение. При толковании его высказываний зачастую забывают, что, когда дело касается подобного рода вопросов, даже у него нет ответов.

Прошло уже несколько лет с момента, когда рынок достиг своего пика в 2000 г., а он так и не вернул себе прежние позиции, хотя курс акций, если рассматривать его в исторической перспективе, очень высок. Новостные СМИ уже устали говорить о росте рынка, и, когда речь заходит о его будущем, как правило, не обсуждается его настоящее. И все же в глубине души люди знают, что курс акций на рынке по-прежнему очень высок, и это их смущает.

Не получая ответов на свои вопросы от наших «больших умов», многие склоняются к тому, чтобы заменить их «мудростью» рынков и таким образом понять их настоящее и будущее. Для этого, как гадалки — кофейную гущу, они используют развороты фондового рынка. Но, прежде чем предположить, что рынок расскажет нам правду о новой эре, следует поразмышлять над *реальными* факторами, определяющими движение рынка, а также о том, как это движение влияет на экономику и нашу жизнь.

Многие из этих факторов находятся в нашем сознании. Это те самые *animal spirits* (животное чутье, дух азарта), которые, по мнению Кейнса, двигают экономику¹⁴. Те же настроения служат локомотивом и для других рынков, например рынка недвижимости (еще один пример спекулятивного поведения), к которому мы сейчас и перейдем, прежде чем начнем анализировать причины такого поведения в первой части книги.

Те же психологические факторы, под воздействием которых долгие годы находился фондовый рынок, могут влиять и на другие рынки. Например, на рынке недвижимости, и особенно частных домов, время от времени происходит спекулятивный бум в силу очень высокой психологической составляющей в цене на землю и сами дома — ведь мы в них живем и видим эти участки, а цены на недвижимость — одна из излюбленных тем для разговоров. Тем не менее рынок жилья существенно отличается от фондового.

Недостатка в свежих примерах нет. После 2000 г. мы наблюдали взлет цен на дома в городах Австралии, Канады, Китая, Франции, Гонконга, Ирландии, Италии, Новой Зеландии, Норвегии, России, ЮАР, Испании, Великобритании и США¹. В Китае был просто фантастический строительный бум². Такое происходило не везде, но во многих регионах. Нам важно изучить эти последние бумы, так как воспоминания о них еще свежи в нашей памяти, что дает возможность понять их психологическую природу.

Любой бум на рынке недвижимости, как и на фондовом рынке, кажется мистическим и непонятным. Но всегда обнаруживаются какие-то расхожие объяснения, которые вовсе не обязательно являются правильными.

Начиная с конца 1990-х предлагались самые разные описания причин масштабного роста цен. Например, в результате перенаселения возникла нехватка земли, что в конечном итоге взвинтило цены на жилье. Но мы не могли в то время неожиданно начать испытывать нехватку земли, поскольку население росло постепенно. Другая «теория» связывает резкий ценовой скачок с дороговизной рабочей силы и стройматериалов (древесины, бетона, арматуры и пр.), вызванной особенно повышенным спросом на них. Однако затраты на строительство подчинены долгосрочным трендам. Согласно еще одной красивой версии, причина бума лежит в повсеместном сокращении процентных ставок в условиях слабой мировой экономики. Безусловно, низкие процентные ставки способствуют в какой-то степени росту цен, однако на протяжении истории центральные банки проделывали это *много раз*, но никогда еще это не приводило к подобного рода бума.

Что же *стало причиной* бума на рынке жилья, причем в самых разных уголках мира? Очень важно разобраться в этом феномене. Многие опасаются, что взлет цен на недвижимость в указанных выше странах закончится так же драматично, как это было в 1980-е с ценами на участки урбанизированных земель в Японии, которые после достижения своего пика снижались в реальном выражении в течение добрых десяти лет. Разобраться в природе таких скачков цен и в том, к чему они могут привести, — задача непростая. Ряд подсказок вы найдете в этой книге.

Для начала я попытаюсь рассмотреть последние события на рынке с точки зрения более долгосрочной исторической перспективы. Такое происходит впервые или история уже знает примеры подобного рода событий? На самом ли деле цены на жилье демонстрируют сильный и стабильный восходящий тренд, как об этом свидетельствуют многие из тех, кто охвачен «синдромом бума», или это лишь их фантазия? Что нам говорит история о происхождении бумов на рынке недвижимости? Один из важных выводов этой главы состоит в следующем: сегодня спекуляции с ценами на жилье пустили свои корни на национальном и международном уровне, причем так глубоко, как никогда прежде.

Долгая история цен на жилье

Индекс цен на жилье в США с 1890 г. я построил, собрав воедино все возможные сведения о ценах на стандартный дом и создав еще один индекс, для которого мои научные ассистенты под моим руководством обеспечили нужную информацию, чтобы заполнить пробел с 1934 по 1953 г. На рис. 2.1 представлен этот показатель, а также динамика затрат на строительство, рост населения США и долгосрочные процентные ставки начиная с 1890 г.

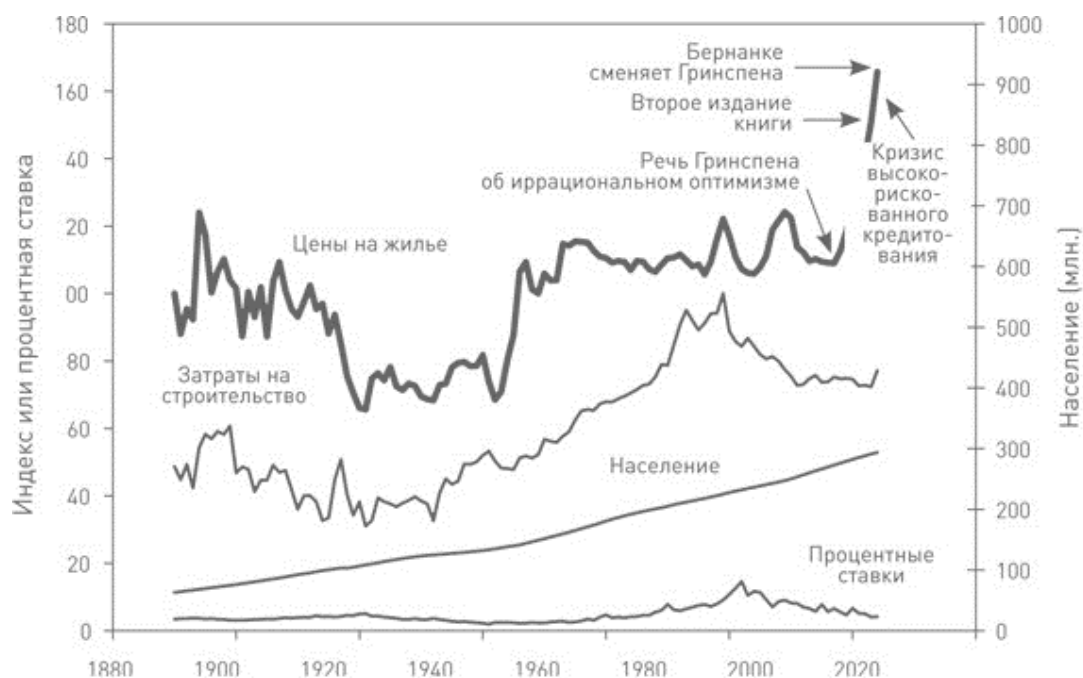


Рис. 2.1. Цены на жилье, затраты на строительство, население и процентные ставки в США в 1890–2009 гг.

Жирная сплошная линия (левая шкала): реальный (скорректированный на инфляцию) индекс цен на жилье в США (1890 г. = 100), построенный автором на основе нескольких существующих индексов и исходных данных по ценам на жилье³; тонкая линия (левая шкала): реальный индекс затрат на строительство (1979 г. = 100), построенный автором на основе двух официальных индексов⁴; тонкая линия (правая шкала): население США в млн человек (данные Бюро переписи населения США); самая нижняя тонкая линия (левая шкала): долгосрочная процентная ставка, график которой построен автором на основе данных из двух источников⁵. (Обновление с 2005 г. выделено серым.)

Построенный нами индекс цен на жилье (график которого можно увидеть на рисунке) далеко не идеален, и когда-нибудь я займусь его усовершенствованием, но на сегодня это лучшее, что можно найти для анализа столь длительного периода. Как ни странно, я не видел столь продолжительных рядов данных по ценам на жилье ни для одной другой страны мира. Никто из экспертов по недвижимости не смог указать мне на нечто подобное.

Должно быть, вы уже отметили для себя необычное поведение цен на жилье начиная с конца 1990-х. Они резко пошли вверх. Это было похоже на взлетающую ракету — как на фондовом рынке в середине 1990-х, но та «взлетела» в 1995 г. (или в 1982 г., в зависимости от того, как смотреть), а эта лишь в 1998 г. В целом с 1997 по 2004 г. цены на жилье в США в реальном выражении выросли на 52%, и эта цифра впечатляет, хотя в каких-то штатах и городах рост был выше, в каких-то ниже. Конечно, это не идет ни в какое сравнение с трехкратным ростом фондового рынка с 1995 по 2000 г., но когда рассматриваешь ситуацию с точки зрения долгосрочной перспективы, то подобная динамика (цен на жилье) выглядит внушительно. Если же смотреть на цены только за последние годы, то никаких серьезных отклонений в темпах роста мы не увидим. Похожая ситуация со скачком цен на рынке недвижимости США была лишь после Второй мировой войны.

Рост цен на жилье с 1997 г. намного опережал динамику увеличения доходов населения, что ставило под вопрос их стабильность в долгосрочной перспективе, особенно в штатах с наибольшей рыночной волатильностью. За период с 1985 по 2000 г. в восьми американских штатах, где наблюдалась самая высокая волатильность, средняя цена жилья выросла с уровня среднедушевого дохода за 4,9 года до уровня дохода за 7,7 года. Поэтому для жителей, которым приходилось выплачивать ипотеку, это было большим ударом⁶.

Однако при взгляде на рисунок складывается впечатление, что до финала еще далеко и рост цен на жилье с 1997 г. настолько устойчив, что, скорее всего, в ближайшие годы не закончится. Стабильно восходящая траектория на протяжении 1997–2004 гг. при ежегодно растущих темпах предполагает, что цены на жилье, как можно прогнозировать, будут продолжать повышаться.

Но как могут быть цены настолько прогнозируемы? Разве не считается, что поведение спекулятивных цен очень трудно предсказать, и не представляют ли они собой пример «случайного блуждания»? На самом деле, как подтверждает статистика, цены на жилье вполне прогнозируемы⁷. Сведущие инвесторы не пользуются этим, как на фондовом рынке, поэтому нет сил, которые бы работали против. Возможности получения прибыли за счет покупки в правильное время значительно ограничены для подобного рода инвесторов, работающих на фондовом рынке, из-за стоимости входа и выхода на рынке жилья. Для большинства людей достаточно сложно угадать момент покупки дома, чтобы с выгодой для себя использовать тренд.

Но давайте не будем и преувеличивать степень прогнозируемости цен на недвижимость. Наши статистические исследования моделей прогнозирования цен на жилье показывают, что примерно половина факторов, влияющих на изменение цен, поддается прогнозированию на год вперед. Эта доля достаточно внушительна, но все же очень многое остается еще трудно предсказуемым. Возвращаясь к рис. 2.1, следует отметить, что если взять карандаш и оценочно экстраполировать последний тренд цен на жилье в США, то мы столкнемся с серьезными затруднениями, поскольку существует значительная неопределенность относительно того, каким будет уровень цен даже через год. Действительно, трудно судить о том, восходящий или нисходящий тренд главенствует на рынке, когда он закончится, а затем развернется. Более того, если расширить прогноз до пяти или даже десяти лет, то мы, скорее всего, не сможем предположить, каковы будут цены на жилье. А именно такие временные горизонты должны быть у прогнозов для покупателей, которые намереваются жить во вновь купленных домах и квартирах долгие годы.

В конечном счете мы учимся прогнозировать, исходя из прошлого. К сожалению, в истории Соединенных Штатов практически нет примеров бума на рынке недвижимости, кроме некоторого периода сразу после Второй мировой войны, но и он существенно отличается от времени, когда происходил последний скачок цен на жилье. Это дилемма для статистиков, ищущих научное обоснование для своих прогнозов.

Очевидно, что нельзя объяснить изменения цен на жилье в США лишь ростом затрат на строительство, населения страны или процентных ставок, как следует из рис. 2.1. Поведение цен на жилье не имеет стойкой связи с каким-либо из перечисленных факторов.

Ни один из них не может служить обоснованием эффекта взлетающей ракеты, который наблюдался на рынке после 1997 г. Затраты на строительство оставались практически на одном уровне и даже сокращались, начиная с 1980 г., без каких-либо существенных изменений тренда⁸. Рост населения был очень плавным. На фоне падения процентных ставок снижение долгосрочных ставок с начала 1980-х было также достаточно стабильным⁹.

При сравнении графика цен на жилье (рис. 2.1) и графика курса ценных бумаг (рис. 1.1) четко видно, что в США бумы на фондовом рынке и взлеты рынка недвижимости практически никак не связаны. Возможное исключение — самый последний бум на рынке недвижимости, начавшийся примерно в 1998 г., несколько лет спустя после резкого скачка на фондовом рынке (приблизительно в 1995 г.). В данном случае, возможно, и прослеживается *некоторая* тенденция в реагировании цен на жилье на происходящее на фондовом рынке: в одном из последних исследований Банка международных расчетов, посвященном ценам на жилье в 13 промышленно развитых странах, указывалось на повторение рынком недвижимости траектории движения фондового рынка (первый достигает пиковых значений в среднем с двухлетним отставанием от второго)¹⁰.

Чтобы понять, насколько нестандартным было поведение цен на жилье в последние годы, следует сравнить его с ситуациями из более далекого прошлого. На рис. 2.1 видно, что в период с 1890 по 1940 г. реальные цены на жилье в общем и целом снижались. График демонстрирует многочисленные колебания цен на жилье до Первой мировой войны, но наши попытки найти подтверждение столь резким изменениям цен в старых газетах тех лет ничего не дали. Подозреваю, что некоторые из колебаний, отмеченных на рис. 2.1 в первые годы нашего отрезка исследований, представляют собой результат ошибки выборки и не являются отражением действительных изменений цен на жилье. Я еще вернусь в главе 6 к теме изменений цен в этот период времени, и тогда мы сможем понять, что происходило на рынке в те годы. Сейчас же мы должны уяснить для себя две вещи: снижение реальных

цен на жилье и отсутствие каких-либо значительных взлетов на рынке недвижимости до 1940 г.

В конце XIX — начале XX в. было много локальных пузырей, связанных со строительством автомагистралей, каналов, железных дорог, которые никак не отражены в государственной статистике, а значит, и на нашем графике. Вполне понятно, что земля в районе подобного рода строительства вдруг становилась дорогой. Даже в далеком прошлом, когда свободные земли были в изобилии и любой мог купить участок, в ряде мест даже по доллару за акр, бумы на рынке недвижимости были более чем возможны. Если цены на землю в районе новой железной дороги поднимались до двух долларов за акр, то такие вложения приносили прибыль в 100%, что могло стать весьма привлекательным для инвесторов. Поэтому бумы на *региональных* рынках недвижимости не являются чем-то новым.

Резкое падение цен на жилье после Первой мировой войны, возможно, в какой-то мере связано с масштабной пандемией гриппа 1918–1919 гг., когда заболело 28% американцев и 675 000 погибло¹¹. Эпидемия вынудила людей сидеть дома и отказаться от планов купить новую квартиру или дом. Это, конечно, же нанесло большой урон экономике, а также исключило рынок недвижимости из тем постоянных разговоров и обсуждений. Кроме того, в 1920–1921 гг. имела место жесточайшая рецессия.

Примечательно, что в «бурные двадцатые» резкий скачок на фондовом рынке не сопровождался бумом на рынке жилья. Знаменитый пузырь, возникший на рынке земли во Флориде в 1920-е гг., был не столь велик, чтобы повлиять на общегосударственную статистику. Фондовый рынок не тянул за собой цены на жилье, они не выходили за рамки разумного и не стали падать, когда рынок ценных бумаг начал рушиться в 1929 г. Но снижение номинальных цен на жилье после 1929 г. все же произошло — падение было таким же, как падение индекса потребительских цен. Снижение номинальных цен на жилье и отсутствие индексации ипотечного долга с учетом инфляции привели к тому, что многие владельцы недвижимости оказались в ситуации, когда текущая стоимость их домов стала меньше стоимости полученных под них ипотечных кредитов, что приводило к отказу от выполнения обязательств по ним. Кроме того, высокий уровень безработицы во время Великой депрессии также означал, что многие не могли пролонгировать свои краткосрочные ипотечные кредиты и были вынуждены объявлять дефолт по долгам и оставлять дома. Но мы не должны путать кризис на рынке недвижимости в начале 1930-х гг. и снижение реальных цен на жилье, которые демонстрировали поразительную стабильность на протяжении всех взлетов и падений фондового рынка в 1929 г.

Вот мы и подошли к самому значительному эпизоду за всю историю национального рынка недвижимости вплоть до сегодняшнего дня: резкого взлета цен на жилье, связанного с окончанием Второй мировой войны. Понятно, что в это время наблюдалось значительное повышение реальных цен на жилье, по крайней мере в больших городах, хотя точные цифры, скорее всего, останутся для нас неизвестны¹².

Это не был неудержимый спекулятивный скачок. Цены на жилье не превысили своего нового послевоенного равновесного значения, и им незачем было откатываться назад. В газетных сообщениях о рынке недвижимости отсутствовало такое понятие, как *мыльный пузырь*, и в них не рассказывалось о сумасшедших покупателях, приобретающих дома и квартиры, чтобы опережать кривую роста, как поступали те, о ком писали в начале 2000-х. Это совершенно не походило на ситуацию, о которой рассказывали газеты сразу после Второй мировой войны.

Ограничения, введенные правительством, существенно сократили предложение на рынке нового жилья во время Второй мировой. После войны вернувшиеся домой солдаты хотели обзавестись семьей, намереваясь устроить настоящий беби-бум. Цены на имеющееся жилье начали расти уже после 1942 г., задолго до окончания войны, — возможно потому, что люди предчувствовали надвигающийся дефицит недвижимости. Но даже несмотря на резкий послевоенный рост спроса на рынке не было паники, поскольку никто не сомневался, что в ближайшее время будет построено необходимое количество жилья.

Принятый в 1944 г. Закон об обеспечении ветеранов, который также называют Биллем о правах военнослужащих, одномоментно гарантировал 17 млн американцев право получения субсидии на покупку жилья. Подобный жест государства не прошел даром, и на рынке надолго воцарились высокие цены на жилье. Но это происходило в условиях укрепления единства американского народа, а не

разжигания спекулятивных настроений. Президент США Франклин Рузвельт считал, что Билль о правах военнослужащих являлся «убедительным доказательством для мужчин и женщин, служивших в вооруженных силах США, что американский народ не оставит их в трудной ситуации»¹³. Те, кто купил жилье по высоким ценам сразу после войны, просто не могли дожидаться, когда въедут в свой новый дом, они даже не думали о том, что цены будут и дальше расти. Другие просто нашли себе временное жилье и ждали, когда снизятся цены (чего так и не произошло) или увеличатся их сбережения, чтобы купить собственный дом или квартиру. Тот факт, что после Первой мировой войны реальные цены на жилье испытали затяжное падение, также должен был рассеять какие-либо мысли о возможных спекуляциях. После Второй мировой войны этот эпизод истории еще жил в памяти людей. Многие тогда боялись, что стимул, который получила экономика, в результате войны сойдет на нет и повторится Великая депрессия 1930-х, а это еще больше отодвигало на второй план мысли, что цены на жилье могут взлететь.

Как будто люди в большинстве своем не боялись оказаться не способными выдержать ценовую конкуренцию и в полной мере не осознавали, что цены на жилье будут расти. Они рассчитывали на то, что строительство нового жилья предотвратит резкий скачок цен. И действительно, строительство домов выросло с 142 000 в 1944 г. до 1 952 000 в 1950 г. Но даже такие темпы увеличения предложения не смогли остановить рост цен.

Сегодня все иначе. Нас охватывает все большее беспокойство, мы чувствуем собственную уязвимость, а волатильность рынка, возникающая время от времени как на фондовом рынке, так и на рынке недвижимости, только отражает наше состояние. До последнего бума 1997 г. на рынке была еще пара фальстартов, иными словами, «неудачных запусков»: один в конце 1970-х, другой — в конце 1980-х. Фактически это были бумы регионального масштаба, которые так и не переросли в национальные. Бум 1970-х гг. коснулся главным образом лишь Калифорнии, тогда как бум 1980-х охватил Западное и Восточное побережье.

Даже несмотря на то, что с 1997 г. цены на жилье в среднем по стране росли достаточно быстро, это происходило не повсеместно. На рис. 2.2 изображен график изменения реальных цен на жилье в ряде городов США. В Бостоне и Лос-Анджелесе цены испытывали огромные колебания, а под конец рассматриваемого периода они устремились резко вверх. Абсолютно противоположная картина складывалась в Милуоки и Кливленде, где цены не демонстрировали резких колебаний, а показывали устойчивый рост. В Фениксе в 1980-е гг. цены на жилье падали, тогда как в Бостоне и Лос-Анджелесе, наоборот, росли, но с тех пор там, как и в Милуоки и Кливленде, они начали свое уверенное повышение. Цены на жилье в Майами оставались неизменными в конце 1980-х, падали в начале 1990-х, а после 2000 г. включились в общенациональный тренд.

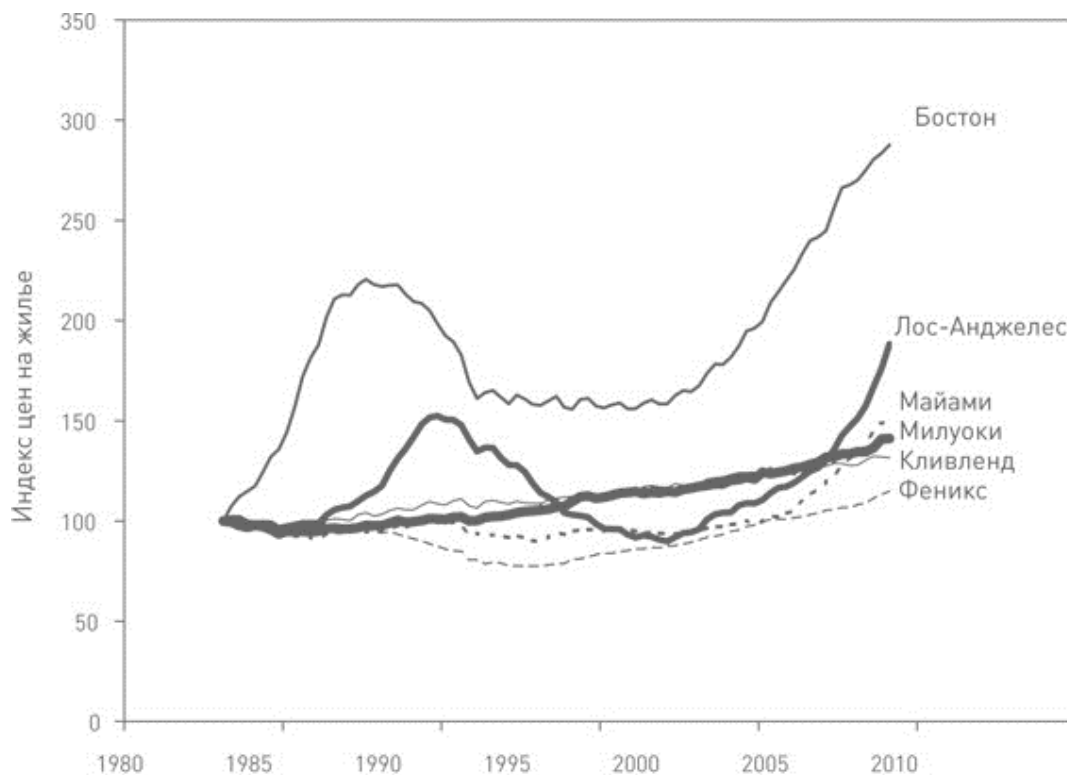


Рис. 2.2. Цены на жилье в ряде городов США в 1983–2004 гг.
(ежеквартальные данные)

Источник: Индексы цен на жилье от Fiserv CSW, Inc., скорректированные на индекс потребительских цен в США; данные Бюро занятости США (1983 г. = 100).

Часто говорят, что в США нет национального рынка жилья, а есть только региональные. Отчасти с этим можно согласиться, но чем дальше, тем меньше. На фоне того, что многие рынки США отличаются стабильностью и следуют определенному тренду, существует и другие, где ситуация быстро менялась в середине 2000-х, и в результате на национальном уровне цифры начали показывать «признаки жизни».

Рост цен на жилье, начавшийся в США в 1998 г., сконцентрировался в нескольких штатах и крупных городах, где можно было наблюдать много примеров психологических корреляций, связанных с бумом. Начиная с 2000 г. появилась масса историй об агрессивных, даже отчаянных торгах; о домах, проданных в первый же день по цене, значительно превышавшей первоначальную; о людях, буквально не глядя покупавших дома, на которые в иное время вряд ли кто-нибудь посмотрел бы, — и только для того, чтобы перебить рынок. Люди боялись, что цена на жилье скоро вырастет настолько, что они не смогут уже никогда купить себе дом, поскольку им это будет не по карману, отсюда и возникало их стремление перебить цену. Но в других городах, где нет такой волатильности цен на жилье, почти нет и подобного рода историй, а инвесторы не реагируют так резко на изменение цены.

Именно в такого рода больших, привлекательных для многих городах (и соответствующих регионах) мира и случаются такие пузыри. Подобные города и регионы вместе взятые могут переживать серьезный бум. Глядя на них, видно, что речь идет не просто о национальном рынке недвижимости. Это уже мировой рынок. На рис. 2.3 показаны реальные цены на жилье в Бостоне, Лондоне, Москве, Париже, Шанхае, Сиднее и Ванкувере — таких же привлекательных городах, но уже мирового масштаба. Схожесть поведения цен в этих городах (ошеломительный рост цен в конце 1980-х и 1990-х и стагнация и даже падение цен в промежутке) поражает, как и схожесть историй о повышенном ажиотаже и спекуляциях на рынке жилья. И это не единственные известные города, пережившие за последнее время подобного рода бум. К ним можно добавить Бомбей, Копенгаген, Дублин, Ханчжоу, Стамбул, Лас-Вегас, Мадрид, Мельбурн, Нью-Йорк, Рим, Сан-Диего, Тяньцзинь и Вашингтон. И не важно, что является причиной такого ажиотажа, расстояние для него — не преграда.

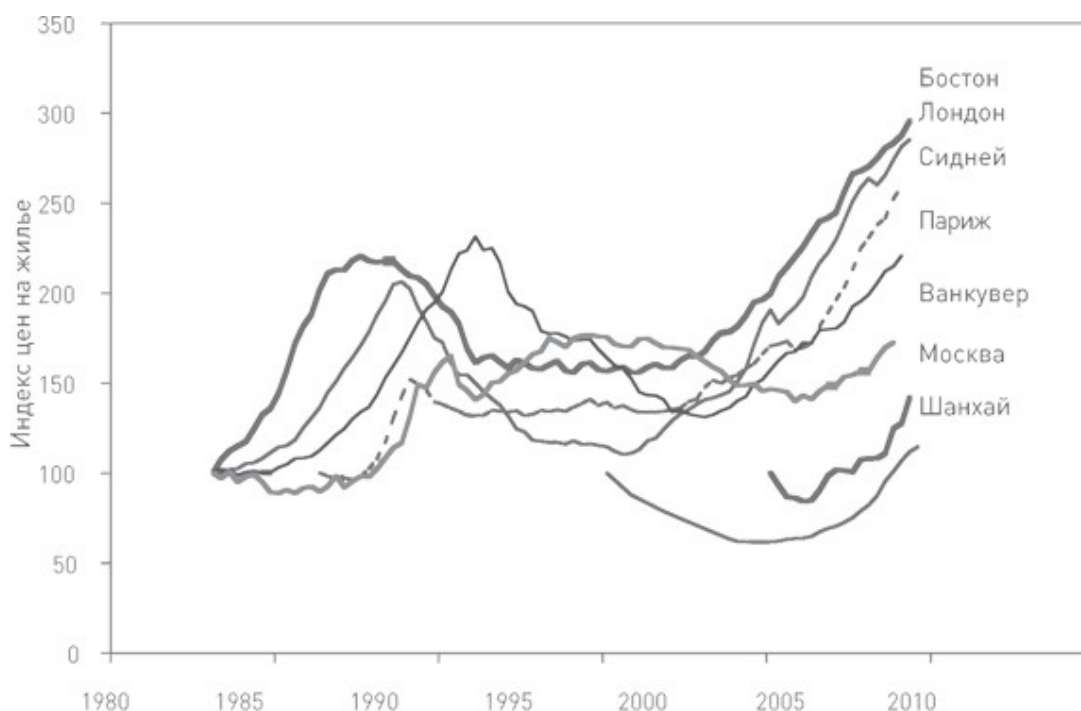


Рис. 2.3. Цены на жилье в ряде городов мира в 1983–2004 гг.
(ежеквартальные данные)

Источник: Бостон (1983: 1 = 100, жирная линия): Fiserv CSW; Лондон (1983: 1 = 100, тонкая линия): Halifax; Сидней (1986: 2 = 100, пунктирная линия): Австралийское бюро статистики; Москва (2000: 1 = 100, жирная линия) — цены на квартиру за кв. метр: Российская гильдия риелторов; Париж (1983: 1 = 100, темно-серая линия) — цена за кв. метр готового жилья (квартир): индекс Нотариальной платы Национального института статистики и экономических исследований Франции (INSEE) с 1991 г., до 1991 г. — данные Нотариальной палаты Парижа, предоставленные Филиппом Трэнаром из Федерации страховых компаний Франции; Ванкувер (1983: 1 = 100, светло-серая линия): индекс предоставлен Цуром Сомервиллем из Университета Британской Колумбии; Шанхай (1995: 1 = 100): данные агентства China Real Estate Index System. Каждый индекс цен на жилье скорректирован по индексу потребительских цен соответствующей страны. В Москве цены на жилье указаны в долларах США, поэтому они были сначала переведены в рубли, а потом скорректированы по рублевому индексу потребительских цен. Каждый из индексов умножался на константу 100, точка отсчета — первый квартал (по возможности первый квартал 1983 г.).

Города, попавшие в выборку, объединяет идентичность динамики изменения цен: несомненно, в других городах мира цены на жилье ведут себя иначе. Например, цена на землю под городское жилье в Токио увеличилась с 1985 по 1990 г. более чем в два раза, и это происходило в то же самое время, что и бум 1980-х в городах, указанных на рисунке, но затем цены вступили в стадию устойчивого снижения, не показывая после 2000 г. каких-либо признаков бума, и к 2004 г. потеряли в весе почти половину¹⁴. Жилье премиум-класса в центре Дели с 1991 по 1995 г. продемонстрировало удвоение в реальных ценах, тогда как в городах на рис. 2.2 наблюдалось падение, а затем к 2003 г. также потеряло в весе половину, когда цены в указанных городах росли¹⁵. И все же остается загадкой, почему цены на жилье в таком количестве городов (на рис. 2.3), самых привлекательных городов мира, так похожи. Далее в книге мы попытаемся раскрыть этот секрет.

Отсутствие значительного долгосрочного роста реальных цен на жилье

Глядя на цены на жилье с 1890 г. на рис. 2.1, читатель может удивиться, что в истории не было длительного повышательного тренда в реальных ценах. В общем и целом в Соединенных Штатах цены на жилье в реальном выражении в 2004 г. были на 66% выше, чем в 1890 г., но этот рост произошел в течение двух коротких отрезков времени: сразу после Второй мировой войны (первые сигналы роста цен возникли еще до ее окончания) и в период, который представляет собой реакцию на бум (или

реакцию на бум и последующий крах) на фондовом рынке 1990-х, но с некоторой задержкой и который начался в 1998 г. В остальное время цены на жилье в реальном выражении оставались в большинстве своем неизменными или падали. Кроме того, их общее увеличение (на 66% в реальном выражении за 114 лет — с 1890 по 2004 г., или 0,4% в год) не было слишком внушительным.

Почему же тогда многие считают, что цены на жилье сильно выросли? Думаю, дело в том, что жилье покупают не так часто, как что-то еще, поэтому люди все соотносят с ценой своей предыдущей покупки, с момента которой прошло уже много лет, и удивляются разнице цен тогда (когда цены, в том числе на потребительские товары, были ниже) и сейчас. С акциями подобного не происходит, поскольку время от времени компании «дробят» акции, чтобы поддержать их курс в Соединенных Штатах на традиционном уровне в \$30 за акцию. В результате над людьми не довлеет сравнение курсов акций с большим временным разрывом, как в ситуации с жильем.

Например, при продаже дома какой-нибудь уже пожилой человек может очень удивиться, что дом, который он покупал в 1948 г. всего за \$16 000, в 2004 г. оценен в \$190 000. Создается впечатление, что покупка дома — очень хорошие инвестиции. Но в действительности за период с 1948 по 2004 г. индекс потребительских цен вырос в восемь раз, поэтому реальное увеличение составило лишь 48%, или менее 1% в год. Кроме того, данная величина прироста должна быть скорректирована на сумму, потраченную на дополнительные инвестиции в дом и прилегающую территорию, направленные на улучшение его качества. Даже если в 2004 г. дом продадут по цене, в два раза превышающую среднюю, т.е. за \$360 00, это все равно нельзя назвать высоким уровнем доходности инвестиций — утроение реальной стоимости жилья за более чем 50 лет, или менее 2% в год. Мы обращаем внимание на столь существенные изменения стоимости жилья, лишь когда в поле нашего зрения попадают истории о продаже каких-то домов, и порой это производит сильное впечатление, поскольку большинство из нас не умеют правильно оценивать увиденное или услышанное.

Пытаясь удостовериться в правильности информации о небольшой привлекательности инвестиций в покупку дома, я попросил знакомых экономистов посоветовать мне другие долгосрочные индексы жилья, которые могли бы стать независимым доказательством продолжительности такого поведения цен. Я смог найти еще несколько подобного рода индексов цен на жилье и, несмотря на то, что они не охватывали весь необходимый временной отрезок или всю страну, они все же давали определенное представление о долгосрочных трендах.

Бюро переписи населения США при проведении каждой переписи (раз в десять лет), начиная с 1940 г., просило домовладельцев оценить стоимость своего жилища. Средняя заявленная стоимость домов в реальном (скорректированном на инфляцию) выражении с 1940 по 2000 г. росла ежегодно на 2%, что значительно превышает 0,7% реального роста за указанный период, который показывает индекс цен на жилье на рис. 2.1.

Кумулятивный темп роста в 2% в течение 60 лет предполагает удвоение общей стоимости жилья по сравнению с тем, сколько стоит жилье при темпе роста цен в 0,7%. Однако в информации, полученной в ходе переписи, не учитывалось повышение качества и увеличение жилой площади, как это было сделано в индексе на рис. 2.1. С 1940 г. дома и квартиры сильно изменились. К примеру, в 1940 г., согласно данным Бюро переписи населения США, в 31% из них не было водопровода, а в 38% не было ванны или душа. С того времени уровень жизни повсеместно значительно вырос, и, безусловно, жилье стало намного комфортнее. За время, прошедшее с 1940 г., население США удвоилось, а реальный доход на душу населения вырос в четыре раза. В этот период было построено большое количество капитального жилья. Кроме того, снесены малогабаритные дома низкого качества, и сегодня, глядя на старое жилье, у нас складывается ошибочное впечатление, что их можно сравнить с тем, что строят сейчас. Большая часть заявленного в ходе переписи ежегодного роста в 2% отражает именно это, а не является реальной оценкой индивидуального жилья, которое особо не изменилось.

Есть замечательный качественный индекс цен на дома, расположенные на одном из старых каналов Амстердама — Херенграхте — за период с 1628 по 1973 г. По словам профессора Амстердамского университета Пита Айххольц, этот уникальный район позволяет построить весьма достоверный индекс цен на жилье, поскольку дома здесь за все это время практически не изменились, а информация о сделках всегда педантично собиралась и хранилась. Этот индекс показывает, что за

указанный период наблюдалось множество взлетов и падений цен на жилье. А что еще можно было ожидать от города, подарившего миру тюльпаноманию — грандиозный бум на рынке тюльпанов в начале 1600-х гг.? Согласно данным Айххольца, цены на жилье в районе Херенграхта удвоились сначала в 1628–1629 гг., а затем в 1632–1633 гг., т.е. еще до наступления пика тюльпаномании. Но до того, как цены на тюльпаны достигли в 1637 г. максимального значения, цены на жилье откатились практически до уровня 1628–1629 гг. Безусловно, рынок жилья был в то время волатилен. Но после коррекции индекса на инфляцию за весь этот период мы увидим, что общее увеличение цен не столь значительно. С 1628 по 1973 г. ежегодный прирост стоимости жилья в районе Херенграхта в реальном выражении составил всего 0,2%. Реальная цена на жилье почти удвоилась, но для этого ей понадобилось 350 лет¹⁶.

Мой коллега Карл Кейс создал индекс цены на землю в районе Бостона за длительный исторический период, используя данные бюро Norfolk County Registry of Deeds о регистрации сделок купли-продажи недвижимого имущества, в которых были пометки типа «наличие необработанного участка земли без построек», т.е. без упоминания о каких-либо сооружениях или улучшениях. Таким образом, он смог очистить индекс цен от влияния изменений качественных характеристик дома. Он обнаружил, что с 1900 по 1997 г. реальный годовой рост цен за квадратный фут земли составил 3,9%. Это намного больше, чем индекс цен в выборке, а также темпы роста ВВП в реальном выражении¹⁷.

Есть одно известное исследование цен на землю в Чикаго экономиста Гомера Хойта — «Стоимость земли в Чикаго за последние сто лет» (One Hundred Years of Land Values in Chicago), изданное в 1933 г. Хойт также обнаружил точки весьма значительного роста цен на землю. Например, согласно представленной им информации, с 1877 по 1931 г. стоимость многих участков в районе Стейт-стрит и Мичиган-авеню (главные улицы в центре города) росла на 5,9% в год в реальных ценах, скорректированных на инфляцию, т.е. в общей сложности стоимость участков увеличилась в 22 раза¹⁸.

Но, безусловно, представленные цифры по Бостону и Чикаго вряд ли можно экстраполировать на весь рынок недвижимости Соединенных Штатов. Они настолько же нетипичны для рынка недвижимости Северной Америки, насколько Microsoft в свое время была типичным стартапом. Успешное развитие этих городов было столь неожиданным, что мало кто мог его точно спрогнозировать. Для самого Хойта невероятный рост Чикаго был также сюрпризом. По его словам, «развитие Чикаго в XIX в. невозможно сравнить ни с каким городом, имеющим миллионное население, — ни в прошлые века, ни в нынешнее время... Ему понадобилось всего 100 лет на то, чтобы догнать Париж по численности жителей, тогда как последний шел к этому 20 веков»¹⁹.

Более того, цены на землю не совсем адекватно отражают ситуацию с ценами на жилье, поскольку на них еще влияют и его конструкционные особенности. В прошлом стоимость земли занимала мизерную долю в стоимости жилья, поэтому цены на землю могут быть достаточно высоки в успешно развивающихся городах, но при этом не вызывать существенного роста цен на недвижимость.

Даже беглый взгляд на ситуацию с недвижимостью должен убедить нас в том, что за десятилетия жилье не слишком подорожало. Люди живут в более просторных квартирах и домах и владеют большей собственностью, чем раньше; все больше людей живет в собственных домах, а дети все чаще покидают родительский дом и обзаводятся своим жильем еще до свадьбы²⁰. Каким образом они могли бы себе это позволить, если бы цены на жилье стремительно росли? Это говорит о том, что в Соединенных Штатах рост цен на жилье в реальном выражении должен быть ниже роста реальных личных доходов на душу населения, который с 1929 по 2003 г. составлял 2,0% в год.

Напрашивается вывод, что на фоне некоторой неуверенности относительно фактической траектории изменения цен, многое указывает на то, что реальная средняя оценочная стоимость большей части жилья, скорее всего, безнадежно занижена.

Почему отсутствует серьезный рост цен на жилье в реальном выражении?

Читателя может озадачить тот факт, что приведенные данные за столь продолжительный период времени показывают слишком небольшое увеличение цен на жилье в США в реальном выражении. Распространенное мнение о том, что цены на недвижимость растут всегда и сильно, настолько

укрепилось в нашем сознании, что в Японии, Корее и Китае даже появилось такое выражение, как «миф о недвижимости». Но количество свободных земель сокращается, а цена на нее постоянно увеличивается, так как растет население и уровень благосостояния, не правда ли?

На самом деле, такое теоретическое обоснование того, что цены на жилье могут повышаться быстрее, чем в целом на потребительском рынке, нельзя назвать достаточно убедительным. Технический прогресс в строительной индустрии, где постоянно растет уровень механизации, возможно, происходит быстрее, чем в других секторах экономики, к примеру, в таком, как сфера обслуживания. Методы работы парикмахеров, учителей, юристов и адвокатов за многие десятилетия практически не изменились, тогда как появление новых материалов и оборудования, сборного строительства, а также технологии строительства многоэтажных зданий способствовали удешевлению процесса возведения жилья. Если строить дома можно дешевле, то и цена на них должна снижаться относительно цен на другие товары.

В ряде городов на рис. 2.2, таких как Кливленд, Милуоки и Феникс, достаточно большое предложение земель. Кливленд — один из менее успешных в экономическом плане регионов США, где спрос на землю относительно невысок. Милуоки — последний большой город выше Чикаго, за которым расположены лишь обширные сельхозугодия. Самым поразительным является наличие свободных земель в Фениксе. Подлетая к городу, можно из иллюминатора самолета увидеть вокруг него обширные территории необработанных земель. Более того, все знают, что, несмотря на то, что город находится в пустыне, река Колорадо щедро снабжает Феникс водой, при этом тарифы на воду достаточно низки. Но не все то золото, что блестит. Ошибиться очень легко. Скажем, приехав в Лас-Вегас, мы найдем много свободной земли, но вся она принадлежит правительству США, а Бюро по управлению государственными землями не торопится выделять большие территории под новую застройку. Неудивительно, что цены на жилье в Лас-Вегасе — в отличие от Феникса — активно росли.

Девелоперы, рассматривающие Кливленд, Милуоки или Феникс в качестве перспективных площадок, порой жалуются на нехватку там земли под застройку, а также на препятствия, создаваемые борцами за охрану окружающей среды или ассоциациями соседей. На самом же деле речь идет о нехватке площадок в центральных районах, где они предпочитают строить.

Во всех этих городах кривая цен на жилье не отклоняется слишком сильно от кривой затрат на строительство. И это не должно удивлять. Если бы цены на жилье значительно превышали затраты на строительство, это было бы стимулом для строителей возводить больше домов, а стабильное увеличение предложения продолжалось бы до того момента, пока его избыток не опустил бы цены до уровня стоимости жилья.

Ситуацию со стабильными ценами в этих городах можно рассматривать как типичную для Соединенных Штатов. Земли, на которой построены дома, конечно же, слишком мало — случаются отдельные попытки отвоевать территорию у моря, но это тоже не дает большой прибавки. Почти большая часть земли в стране либо находится под сельхозугодиями, либо покрыта лесами, либо используется как-то иначе. Цена такой земли с точки зрения застройки очень низка, а значит, существует большой территориальный резерв. По данным переписи 2000 г., урбанизированная земля занимает лишь 2,6% от общей площади Соединенных Штатов.

Однако в Лос-Анджелесе или Бостоне очень мало земли для нового строительства, это же можно сказать о Лондоне или Сиднее. И если бы люди мыслили рационально и были предусмотрительными, то они обязательно использовали бы своеобразный «предохранительный клапан», чтобы предотвратить чрезмерный рост цен на жилье. Когда цены на недвижимость достигают точки, в которой ипотечные платежи начинают забирать значительную часть доходов семьи, это становится хорошим стимулом для переезда в более дешевое место. В долгосрочной перспективе «предохранительный клапан» не дает ценам на жилье сильно расти в реальном выражении с учетом инфляции, и тогда слишком раздувшиеся пузыри лопаются. Он более эффективен в городах, в окрестностях которых есть достаточно земли под застройку, но также может быть полезным инструментом в городах, где ее не хватает, поскольку при достаточно высоких ценах на жилье люди и бизнес будут покидать район и даже город. Проблема в том, что люди, живущие в особенно привлекательных районах, зачастую верят, что цены на землю, уже являясь существенной составляющей стоимости дома, будут постоянно расти. По их мнению, наличие

собственного дома или квартиры в таком районе несет в себе определенные преимущества.

Жить в одном месте с известными людьми считается престижным, это открывает широкие перспективы и в плане бизнеса. Жителям такого района легко представить, что огромное количество людей думают так же и что они будут и дальше следить за тем, как растут цены на недвижимость в их городе. Это и есть пример иррационального оптимизма в контексте недвижимости.

Но фактически, если цены на жилье в городе начинают существенно расти относительно уровня доходов, а это препятствует доступу к приличному жилью, люди начинают серьезнее относиться к подобного рода предположениям. На самом деле престижность владения жильем в особенно привлекательном городе не играет слишком большой роли. И хотя известность отдельных городов может быть связана с определенным бизнесом, со временем появляются все новые центры того же бизнеса, что в конечном счете должно привести к тому, что корпорации будут перемещать население из старых городов в новые, тем самым уменьшая давление на цены на недвижимость в старых.

Кроме этого, очень высокие цены на жилье оказывали и политическое давление на чиновников, заставляя последних идти на уступки в вопросе снятия ограничений на землепользование. В конце концов в самих привлекательных городах растет предложение жилья (к примеру, квартир в многоэтажных домах). Таким образом, в этих городах со спекулятивным рынком недвижимости существовала тенденция к росту и падению цен на жилье, но практически никакого намека на долгосрочность тренда. Цены росли, пока у людей сохранялся оптимистичный настрой, но, когда они достигали запредельных высот, все менялось и они падали. Поразительно, что, глядя на рис. 2.2, мы видим: с 1980 г. цены на жилье в Лос-Анджелесе выросли не намного больше, чем в Милуоки. Но за это время рынок Лос-Анджелеса пережил два бума и один крах.

Учитывая подобные тренды, можно утверждать, что приобретение дома или квартиры для личного проживания выглядит с точки зрения долгосрочных инвестиций и в сравнении с фондовым рынком весьма неважно: кроме нерегулярной волатильности цен на недвижимость, долгосрочные инвесторы также рискуют столкнуться с отсутствием какого-либо дохода от прироста капитала. Но не следует забывать и о скрытых дивидендах от наличия собственного дома — своя крыша над головой и т.п. А такие дивиденды не облагаются налогом. Часто говорят (и я считаю, правильно), что владеть жильем выгоднее с точки зрения налогов, чем арендовать дом или квартиру. Скажем, вы поменялись со своим соседом, у которого точно такой же дом, как у вас, и платите друг другу за аренду (получаемая сумма полностью покрывает сумму выплачиваемой аренды). С экономической точки зрения эта транзакция бессмысленна, но здесь возникает вопрос налогообложения: с получаемой арендной платы необходимо заплатить налог, тогда как сумма оплачиваемой аренды не будет вычитаться из налогооблагаемой базы. Поэтому и советуют не арендовать жилье, а покупать.

Другая причина покупки, а не аренды жилья заключается в том, что договор аренды подразумевает характерные проблемы, связанные с рисками недобросовестности: арендатор не может обладать теми же правами в вопросах содержания жилья, что и собственник. Риски недобросовестности заложены как в высоких арендных ставках, так и в ограничениях прав домовладельца совершать определенные операции или вносить изменения в планировку.

Невозможно точно измерить те незримые дивиденды, которые дает владение недвижимостью и которые не подпадают под налогообложение, а также сравнить с дивидендами, выплачиваемыми по ценным бумагам (обычно облагаемые налогом), или с затратами на содержание жилья, которые должны компенсироваться дивидендами от его владения. Точной системы измерений неосязаемых дивидендов, получаемых собственником недвижимости, в природе и быть не может, поскольку невозможно перевести в доллары нематериальные выгоды, которые получает человек, живущий в собственном доме, как и морально-психологические затраты на его содержание, которые приходится ему нести. Подобные моральные выгоды не имеют ничего общего с неосязаемыми дивидендами арендатора, так как аренда жилья происходит совершенно в иных условиях. У владельцев жилья отношение к нематериальным выгодам может постоянно меняться. Более того, взаимозависимость этих моральных дивидендов и инвестиций в жилье не является прямо пропорциональной, как при выплате дивидендов по акциям. При покупке слишком большого дома получаемые владельцем дивиденды могут быть и отрицательными, поскольку теперь ему придется его как-то содержать.

Таким образом, нельзя однозначно утверждать, куда лучше инвестировать — в недвижимость или акции. Ответ у каждого свой. Это вопрос предпочтений и обстоятельств. У частных домовладельцев также нет ясности по данному вопросу. Их мнение относительно преимуществ инвестирования в недвижимость время от времени меняется. Далее мы еще столкнемся с подобными примерами.

Иррациональный оптимизм тогда и сейчас

У меня и моих научных ассистентов за время работы возникли некоторые идеи о том, почему изменяется общественное мнение относительно спекуляций на рынке недвижимости все эти годы. Наше изучение ситуации на рынке недвижимости с конца XIX столетия по англоязычным периодическим изданиям показало, что эти изменения есть. Мы практически не нашли упоминаний о мыльных пузырях национального масштаба на рынке жилья до второй половины XX в. Почти ничто не говорило о признаках того, что мы сегодня называем иррациональным оптимизмом. В XX столетии слово «бум» зачастую использовалось для описания ситуации на рынке жилья, тогда как ранее его употребляли, когда говорили о строительстве (имелось в виду количество вновь построенных домов). Говоря о ситуации на национальном рынке жилья, экономисты редко использовали такие понятия, как «пузырь» или «спекуляция». Наоборот, наблюдалась тенденция к тому, чтобы делать акцент на стоимости строительства как единственном определяющем факторе цен на жилье. В статьях чаще говорилось о недостаточном предложении жилья, а не о повышении цен.

Удивительно, что до второй половины XX в. тема цен на жилье не была темой постоянных разговоров. Это доказывает и даже отчасти объясняет тот факт, что регулярное составление индекса цен на готовое жилье в США и публикация его в СМИ отсутствовали до 1968 г., т.е. до момента, когда ведущие газеты стали размещать у себя данные по средним ценам на готовое жилье, предоставляемые Национальной ассоциацией советов по недвижимости²¹. Пока мы с Карлом Кейсом не разработали метод расчета взвешенного по стоимости арифметического индекса повторных продаж, используемый для составления индексов цен для ведущих городов США, и не опубликовали на эту тему несколько статей в конце 1980-х, *качественного* индекса цен на готовое жилье вовсе не существовало. Позднее данная методика была взята на вооружение ипотечными агентствами Fannie Mae и Freddie Mac, а также Офисом федерального надзора за жилищным предпринимательством США и другими.

На соотношение цены на недвижимость и арендной платы (аналог коэффициента цена-прибыль, который используют инвесторы для проверки фондового рынка на переоцененность или недооцененность) новостные СМИ не обращали особого внимания до того момента, пока журнал *The Economist* не стал в начале нового века его публиковать.

Таким образом, качественная информация о ценах — информация, которая могла бы способствовать возникновению иррационального оптимизма, — была недоступна общественности практически до конца XX в. До этого газеты лишь изредка писали об изменениях цен и при этом обычно приводили либо какие-то случайные факты, либо мнения агентов по недвижимости. Но даже такие материалы появлялись нечасто, очевидно, из-за отсутствия большого интереса читателей к ценовым трендам на национальном рынке жилья²².

До 1960-х гг. из всего массива информации о рынке жилья общественность больше интересовали непомерные ставки арендной платы, которые владельцы домов могли требовать со своих арендаторов, чем изменение цен на частные дома. Люди жили в условиях не столь явной капиталистической экономики, и мало кто думал, что их благосостояние в значительной степени зависит от наличия собственности.

До второй половины XX столетия внимание общественности было приковано к вопросам контроля над арендными ставками и жилищных кооперативов, в рамках которых его члены могли купить долю в многоквартирном доме, управляемом ими совместно. Глядя на такие явные примеры интервенций на рынках как со стороны государства, так и со стороны отдельных групп, люди, вполне возможно, считали, что власти сделают все, чтобы цены на жилье не вышли из-под контроля.

И хотя контроль над арендными ставками и жилищные кооперативы существуют и по сей день, идеалистическое отношение к ним практически сошло на нет. В последние десятилетия наше общество

стало больше склоняться к рыночным решениям экономических проблем, а не к интервенциям и контролю, что привело к тому, что людей стала больше беспокоить возможная нестабильность цен на жилье, и, следовательно, они чаще реагируют на это, что и способствует возникновению пузырей.

Поиск в англоязычных газетах по базам данных ProQuest с 1740 г. и Lexis-Nexis с 1970-х гг. примеров использования понятий «пузырь на рынке жилищного строительства» или «пузырь цен на жилье» по всему миру показал, что они вошли в обиход лишь после краха фондового рынка в 1987 г. (когда уже вовсю говорили о пузырях, а во многих странах весьма активно росли цены), но только на короткое время. Вновь они появились в лексиконе людей уже в конце 1990-х, а после 2000 г. упоминались вообще постоянно.

Раньше все было проще: копили деньги, а затем покупали квартиру или дом. Покупка жилья была частью сценария обеспечения нормальной жизни, и никто даже не думал о том, как впоследствии может измениться цена. Возросшая роль как спекулятивных рынков жилья, так и прочих рынков в корне изменила нашу жизнь. Ценовая активность, которая раньше была локальной и зависела в первую очередь от строительства автомагистралей, каналов или железной дороги, превратилась в национальную и даже международную и теперь стала частью историй об эре новой экономики. Изменчивость поведения цен на жилье — признак изменчивости отношения общества к стоимости недвижимости и возросшего интереса к спекулятивной динамике цен.

Далее

Чтобы понять секрет относительной волатильности цен в таких городах, как Бостон и Лос-Анджелес, в сравнении, например, с Милуоки и Фениксом, нам необходимо провести более глубокий анализ. В следующей части книги я представлю теорию пузырей, которая справедлива как для фондового рынка, так и для жилищного строительства и, фактически, для любого спекулятивного рынка. Согласно этой теории, существует множество причин подобного явления, и это невозможно объяснить просто и однозначно. Тем не менее у теории все же есть основная концептуальная модель — модель обратной связи — простая и важная для понимания динамики изменения цен. Далее я рассмотрю теорию о пузырях с разных точек зрения.

Часть I
Структурные факторы

Факторы ускорения: бурный рост капитализма, Интернет и др.

Что же в конечном счете заставило так усиленно расти фондовые рынки многих стран с 1982 и до 2000 г., момента достижения пика? Почему, даже после значительной коррекции, цены на них до сих пор столь высоки? Что вызвало бум на рынках недвижимости во многих городах мира после бума на рынке ценных бумаг? Чтобы ответить на эти вопросы, мало сказать лишь, что в целом рынки подвержены приступам иррационального оптимизма. Мы должны определить, какие внешние факторы заставили рынки так себя вести.

Для большинства исторических событий — от войн до революций — очень трудно бывает назвать одну причину возникновения. Подобного рода явления, как правило, происходят вследствие сочетания нескольких факторов, ни один из которых нельзя назвать единственной причиной случившегося. Рим построили не за один день, и разрушен он был не просто в результате внезапно обрушившегося несчастья. Скорее всего, его падение было вызвано множеством факторов — больших и малых, опосредованных и связанных напрямую. Подобная неопределенность не может удовлетворить тех из нас, кто ищет научное объяснение происходящему, особенно учитывая, что очень сложно выявить именно факторы ускорения. Но такова сущность истории, и неоднозначность порождает постоянный поиск новой, более качественной информации, чтобы, по крайней мере, обозначить общие контуры причинно-следственных связей.

В главе 1 мы сталкивались с рядом факторов, которые временами «объясняют» происходящее на фондовом рынке, в частности долгосрочные процентные ставки, и это также могло бы помочь в расшифровке ситуации с ценами на жилье. Но одно из первых правил экономики заключается в том, что существует множество факторов, которые порой, как нам кажется, служат причинами появления спекулятивных цен. Их слишком много, чтобы можно было легко их проанализировать. Мы не должны поддаваться искушению все упростить и выделить только один фактор. Кроме того, долгосрочные процентные ставки не являются по-настоящему внешними факторами. Это феномен рынка, за которым стоят те же «силы» спроса и предложения, определяющие уровень цен на фондовом рынке и рынке жилищного строительства, и их поведение — часть той же рыночной психологии, которая управляет этими рынками. Мы должны попытаться понять истоки самой психологии рынка.

Понять факторы, стимулирующие рыночную активность, вдвойне сложнее из-за временных разрывов между главными событиями и самими факторами. Последние зачастую представляют собой среднесрочные тренды, которые попадают в зону внимания общественности только спустя довольно длительное время. Когда на рынке что-то происходило, как мы увидим в следующей главе, это напрямую зависело от реакции людей на сам рынок и друг на друга, что задавало рынку общую внутреннюю динамику. Но если мы намерены понять, почему рынок меняется, то мы должны изучить влияющие факторы.

Те, кто занимается предсказанием схода лавин, в течение длительного времени наблюдают за интенсивностью снегопадов и температурным режимом, и даже при этом они понимают, что при сходе лавины может и не быть каких-либо внезапных изменений в отслеживаемых параметрах. Наверное, никто и никогда не сможет утверждать, почему лавина сошла именно в данный момент. То же самое можно сказать о фондовом рынке и других спекулятивных рынках.

Приняв такие оговорки, давайте рассмотрим все 12 факторов, которые помогут объяснить рост на мировых фондовых рынках в период с 1982 по 2000 г. и рынков недвижимости во многих городах мира в конце 1990-х. Оба этих бума не совпали по времени, но наложились друг на друга и имели немало общих стимулирующих факторов.

Если хотите, эти факторы представляли собой своего рода оболочку пузыря. Я остановлюсь здесь в первую очередь на *факторах, которые повлияли на рынки, но их влияние не получило теоретического подтверждения в экономической науке*. Их перечень не включает в себя рассмотрение всех, даже самых незначительных, вариаций основных факторов (таких, как рост доходов или изменение реальных процентных ставок), которые *должны* были бы рационально воздействовать на финансовые

рынки. В обычное время или на рынках индивидуальных акций подобные рациональные факторы могли бы иметь большую значимость при обсуждении изменений курсов (цен). И все это благодаря способности рынка реагировать на подобные факторы соответствующим образом, по многим инвестиционным инструментам, экономическая эффективность которых на хорошо отлаженных финансовых рынках, как правило, растет, а не падает¹. Представленный же здесь перечень факторов создан специально для того, чтобы помочь разобраться в том, что произошло не так давно на рынках ценных бумаг и жилья. И его цель — обратить внимание на менее рациональные факторы.

При описании уже конкретных факторов я привожу примеры того, как реагируют обычные граждане, а не только профессиональные инвестиционные менеджеры. Некоторые эксперты считают, что последние более благоразумны и делают все, чтобы компенсировать приступы *иррационального оптимизма* у непрофессиональных инвесторов. Поэтому они призывают четко разграничить поведение профессионалов и непрофессионалов². Однако, профессиональные инвесторы так же склонны вкладывать в популярные бумаги, как и индивидуальные инвесторы, и многие из описываемых здесь факторов, несомненно, влияют на принимаемые ими решения. Действительно, между профессиональными институциональными и индивидуальными инвесторами нет четкого различия, кроме того, что первые обычно консультируют вторых.

Некоторые из описанных факторов существуют как фон для рынка, например, достижения капиталистической системы, упор на успешность бизнеса, революция в сфере информационных технологий, демографический взрыв, снижение уровня инфляции и установление экономики, основанной на денежной иллюзии, а также общее повышение азартности людей и склонности их к риску. Другие же, наоборот, играют главную роль и вносят свои коррективы в культуру инвестиций. Среди них стоит отметить возросшее внимание СМИ к бизнесу, чрезмерно оптимистичные прогнозы фондовых аналитиков, растущую популярность пенсионных планов типа 401 (k) и взаимных фондов, а также увеличение объема операций на фондовом рынке.

Двенадцать факторов образования «пузырей» на рынке

Бурный рост капитализма и общество собственников

После окончания холодной войны большинство стран пошло по пути копирования западной капиталистической системы. Коммунистический Китай, начиная с конца 1970-х, постепенно переходил на рыночные отношения. Расширение свободного рынка в Советском Союзе привело к его распаду в 1991 г., когда на его месте образовалось несколько более мелких государств с рыночной экономикой. Учитывая историческое прошлое этих стран, было удивительно, что уже в 1990-е там появились всевозможные финансовые биржи. Следуя западной модели, институты финансового рынка быстро развивались по всему миру. Любой исследователь истории финансов может подтвердить, что еще лет 20 назад для многих стран просто не существовало каких-либо фондовых индексов, заслуживающих доверия, сегодня же рынки есть везде. В большинстве стран мира конкуренция в условиях свободного рынка становится главным принципом экономики.

Создается впечатление, что идеал капитализма переходит в крайность, когда стоимость частной собственности все больше влияет на нашу жизнь. Мы стали свидетелями сдачи позиций идей коммунизма и социализма, снижения влияния профсоюзов, а также заката кооперативного движения и иных общественных объединений. На смену им приходят онлайн-аукционы и быстро развивающиеся международные финансовые рынки.

Президент Джордж Буш назвал наше сегодняшнее общество «обществом собственников». Частная собственность — это то, чем может владеть каждый, а не только кучка богатых капиталистов. Он хотел, чтобы в обществе стало больше домовладельцев и тех, кто инвестирует свои пенсионные накопления в инструменты фондового рынка. Частная собственность уже выходит за пределы своего традиционного понятия, охватывая медицинские сберегательные счета и школьные ваучеры. (Схема

финансирования образовательных учреждений в США, когда выделяемые средства привязаны к учащемуся, а не к школе. — *Прим. пер.*) Экономисты уже превозносят достоинства частной собственности, которая выстраивает стимулы и формирует активных и заинтересованных граждан, и подобные идеи ложатся в основу государственной политики³.

Массовые сокращения в компаниях (избавление от избыточного персонала) в конце 1980-х — начале 1990-х лишили работников ощущения гарантированной занятости, что привело к серьезным изменениям в их отношении к жизни. Собственный опыт увольнения или опыт знакомых часто рассматривался как нарушение негласного договора о лояльности между работником и работодателем. Подобные случаи подталкивают первых брать управление своей жизнью в собственные руки и меньше надеяться на работодателей, получить экономическую независимость и отказаться от того, чтобы быть частью большой организации. Люди пришли к тому, что спекулятивные операции могут стать их второй работой, где, по крайней мере, они будут сами себе хозяевами. У них складывается впечатление, что эта работа приносит им доход от непосредственного взаимодействия с миром — независимо от какой-либо организации.

Помимо зависимости от организаций ясно прослеживаются и иные тренды. Профсоюзное движение уже долгое время пребывает в упадке: к 2000 г., когда рынок достиг своего пика, доля американских наемных работников, состоящих в профсоюзе, снизилась до 13,5% с 20,1% в 1983 г. В частном секторе сокращение было еще значительнее — с 16,5% в 1983 г. до 9,0% в 2000 г. Даже после коррекции рынка и рецессии в экономике данный тренд не ослаб. К 2003 г. доля членов профсоюза упала до 12,9%, а в частном секторе — до 8,2%⁴. Причины такого падения — предмет для споров, но очевидно, что одним из ключевых факторов стало ослабление чувства солидарности и лояльности у работников.

Кооперативное движение, начавшееся в 1844 г. в Англии с создания идеалистического «Общества справедливых пионеров» Рочдейла, частной организации, закупавшей продукты питания по хорошим ценам для своих членов, с годами разрослось. К середине XX в. оно охватило весь мир. Появление кооперативных домов и сельскохозяйственных кооперативов символизировало триумф гуманизма над рынком. Но морально-этическая составляющая кооперативов исчезла, оставшись лишь у организаций, которые уже стали тенью самих себя в прошлом, если вообще кто-то из них выжил.

Испытывая недостаток поддержки со стороны общества, люди все больше увязали в быстро меняющемся мировом рынке труда, который мог сделать их богатыми или же разорить. Проводя опрос среди недавних покупателей жилья в 2004 г., мы с Карлом Кейсом спрашивали респондентов: «Беспокоит ли вас (или вашу семью) тот факт, что в будущем ваши ожидания относительно доходов могут и не оправдаться из-за изменений в экономике (например, какой-то китаец займет ваше место или вас заменит компьютер и т.д.)?» Почти половина из 442 респондентов (48%) ответили утвердительно. Некоторые из них сказали, что мотивацией для покупки дома было то чувство защищенности, которое возникает, когда в условиях иных угроз вы становитесь владельцем дома или квартиры⁵.

Тревога за то, что труд превращается в товар, который торгуется на мировых обезличенных рынках, может стимулировать повышение привлекательности как фондового рынка, так и рынка жилья, поскольку здесь инвестиции вкладываются в вещи, имеющие более долгосрочную ценность. Снижение чувства стабильности в местном сообществе наряду с ростом влияния телекоммуникаций ведет к формированию культуры, в которой доминирующую роль играют знаменитости. Их авторитет растет во многом благодаря историям об их огромной «рыночной стоимости». В свою очередь, статус «звезды» повышает «стоимость» не только известных личностей, но и соответствующих компаний, городов и курортов. Предметом такого влияния в первую очередь становятся так называемые «волшебные» акции (акции перспективных компаний в быстрорастущей отрасли. — *Прим. пер.*), жилье в «гламурных» городах или известные места отдыха.

Чтобы смягчить беспокойство работников относительно превращения в товар, компании в своих предложениях компенсационных пакетов для менеджмента и ведущих сотрудников отошли от просто фиксированной зарплаты в пользу участия в капитале. К 1998 г. общий размер опционов для сотрудников в 144 компаниях из списка S&P 500 достиг 6,2% объема выпущенных акций⁶. К 2003 г.

уже 11% работников частных американских компаний имели право на опцион⁷.

К сожалению, привязка вознаграждения к цене акций создала нездоровое внимание к курсу акций компании. Имея такие опционы, обещающие значительные состояния при условии роста курса акций выше цены исполнения, менеджеры компании стремятся сделать все, только бы цена на акции росла. Они готовы поддерживать образ успешной компании, которую ждет удивительное будущее. Они также предпочитают предпринимать только те действия, на которые, по их мнению, отреагирует рынок, даже если сомневаются в их необходимости⁸.

Как ни парадоксально, страхи, заставившие людей инвестировать ради ощущения защищенности в мире побеждающего капитализма, фактически могут привести к снижению уровня личных сбережений. В результате повышение стоимости их инвестиций, вызванное спросом, вызывает иллюзию, что они сберегают свои капиталы через повышение стоимости своих активов. В Соединенных Штатах повышение курсов акций на фондовой бирже в конце 1990-х и стоимости жилья в начале 2000-х намного превосходило объемы сбережений, откладываемых с заработной платы. Рост курса акций на фондовой бирже с 1996 по 1999 г. увеличил состояние домохозяйств США в среднем в 12 раз больше, чем личные сбережения граждан за эти годы. Рост стоимости недвижимости с 2001 по 2003 г. также принес американским домохозяйствам в десять раз больше, чем простой банковский вклад⁹. Фактически откладывать на будущее стало почти бессмысленно, поскольку стоимость активов повышалась сама по себе и для этого не нужно было ничего делать — только купить и держать.

Культурные и политические изменения, способствующие развитию бизнеса

Стремительный рост фондового рынка с 1982 г. сопровождался повышением роли материальных ценностей. В опросе, проведенном компанией Roper Starch среди своих респондентов в 1975 и 1994 г., была такая формулировка: «Когда вы думаете о качестве жизни, которую хотели бы вести, что из предлагаемого списка вы бы выбрали как условие?» В 1975 г. 38% выбрали «много денег», тогда как в 1994 г. таких было уже 63%¹⁰.

Подобное отношение к деньгам довело нашу культуру до того, что мы почитаем успешного бизнесмена порой даже больше, чем талантливого ученого, художника или революционера. Мысль о том, что инвестирование в акции — это путь к быстрому обогащению, особенно привлекательна для рьяных материалистов.

Домохозяйки, посвятившие жизнь семье, достаточно прохладно отнеслись к подобного рода идеям, что отчасти повлияло на рост занятости среди этой категории женщин. Начиная примерно с 1970-х гг. наблюдается тенденция, при которой ипотечные кредиторы все чаще учитывают при расчете суммы возможного кредита на семью и доходы женщины. В итоге размер кредита растет, а вместе с ним и цены на жилье.

Снижение уровня преступности упрочило власть материальных ценностей. Люди стали чувствовать себя в большей безопасности, чем раньше, а также меньше беспокоиться о том, что их могут ограбить или причинить им физический вред. В Соединенных Штатах с 1993 по 2003 г. количество имущественных преступлений на 1000 жителей сократилось на 49%, а преступлений против личности на 55%¹¹. Сегодня можно более свободно щеголять своим богатством, что добавило ему привлекательности. Жить в претенциозном доме стало модно. Страх перед терроризмом возрос, но, видно, для террористов атака на богатых людей не является приоритетной, по крайней мере в их же домах. Снижение уровня преступности в США возвысило капиталистический образ жизни в глазах всего мира, сделав его примером для подражания.

Какой-либо логической зависимости между предпочтением материальных ценностей и уровнем фондового рынка не прослеживается. Неважно, насколько материалистичен человек, было бы вполне разумно ожидать, что он будет откладывать деньги и искать наилучшие варианты их сбережения. Но можно смело предположить, что это отражается на спросе на акции, которые долгое время оставались одной из немногих возможностей быстро разбогатеть. Кроме того, подобные настроения, несомненно, имели политическое влияние, что, в свою очередь, отражалось и на успешности корпоративных

инвестиций.

В Соединенных Штатах в 1980 г. одновременно с победой Рональда Рейгана выборы в сенат выиграла и Республиканская партия (впервые с 1948 г.). А в 1994 г. им удалось получить большинство в палате представителей. В обществе сменились настроения, и это помогло им победить. Абсолютно республиканское правительство всегда стоит на страже интересов бизнеса. Они были намного больше ориентированы на бизнес, чем их предшественники демократы. Такие перемены в конгрессе усилили веру общества в надежность фондового рынка, чему способствовала система контроля за прибылью корпораций и доходами инвесторов, созданная на законодательном уровне.

Не успел прореспубликанский конгресс начать работу в 1995 г., как посыпались предложения о снижении налога на прирост капитала. В 1997 г. максимальная ставка налога на прирост капитала была снижена с 28 до 20%. После вступления этого решения в силу конгресс заговорил о дальнейшем снижении ставок. Это произошло бы и в 1999 г., если бы не вето, наложенное на проект закона президентом Клинтоном. Избрание Джорджа Буша-младшего было во многом всеобщим одобрением политики низких налогов. Буш выполнил свое обещание и снизил налоги, в первую очередь — для состоятельных граждан¹². В 2003 г. максимальные ставки как по налогу на прирост капитала, так и по налогу на дивиденды были снижены до 15%. Слабая поддержка существующего налогового законодательства также внесла свою лепту в сокращение объема собираемых налогов. На протяжении 2003 г. поступления налогов на прибыль компаний, одного из источников национального дохода, продолжали снижаться.

Само ожидание возможного снижения налога на прирост капитала может благотворно сказываться на фондовом рынке, даже если ставки в итоге останутся прежними. С 1994 по 1997 г. инвесторам настоятельно советовали не закрывать длинные позиции, пока не снизят ставку налога на прирост капитала. Это стабилизировало рынок. Когда же в 1997 г. налог был снижен, то возникла опасность, что инвесторы, давно желавшие продать свои акции, сделают это и тем самым опрокинут рынок, как это было в 1978 и 1980 г., когда также снижали налог. Но в 1997 г. ничего подобного не произошло. Многие инвесторы, должно быть, подумали (и это правда, как мы теперь знаем), что в будущем, возможно, ставку снизят еще больше, а значит, нет смысла продавать акции сейчас, когда новая сниженная ставка только начала действовать.

Вероятно, общая атмосфера разговоров о грядущем снижении налога на прирост капитала, возможном индексировании налога с учетом инфляции, а также снижении таких налогов, как налог на недвижимость, подвигла инвесторов к тому, чтобы придержать свои подорожавшие акции. Если завтра налог на прирост капитала может быть значительно снижен, зачем продавать акции сегодня, когда налоговые ставки еще не опустились до уровня 15%? Наслушавшись экспертов, в один голос советовавших дожидаться снижения налога на прирост капитала, многие инвесторы, как можно было ожидать, отложили продажу акций, которые уже подросли в цене, до тех пор, пока не будет достигнут самый низкий уровень налога в истории. Такая атмосфера всеобщего удержания акций, естественно, толкает их котировки вверх.

Новые информационные технологии

У революции в области информационных технологий долгая история, которая началась еще до изобретения электронно-вычислительных машин в 1940-х гг. Но то, что происходило с момента роста фондового рынка после достижения им дна в 1982 г., а особенно с середины 1990-х, всех очень удивило, поскольку открыло колоссальные, невиданные доселе возможности.

В 1982 г. в США был сертифицирован первый сотовый телефон, что совпало с моментом, когда фондовый рынок достиг своей низшей точки, после чего на нем до 2000 г. превалировал восходящий тренд. Появление сотового телефона стало одним из поворотных моментов в мировой истории. Значение происходящего было очевидным, но не всем это нравилось. В 1982 г. Генри Аллен написал в *Washington Post*:

На вершине мемориала Джорджа Вашингтона звонит телефон. Это предвестник гибели того, что

осталось от понятия «цивилизация» в этом городе. Возможно, через год-два телефон здесь будет трезвонить просто без перерыва, не говоря уже о саунах, гольф-карах, гондолах воздушных шаров, разгаре охоты на лис, занятиях любовью, спарринге на теннисном корте и т.п., когда вы думаете, что телефон должен молчать... Повсюду звонят телефоны! Чудо! Пугающее чудо!13

Но сила новых технологий сломила все опасения людей относительно изменения качества жизни, сделав сотовый телефон важной составляющей жизни современного общества, у людей практически не оставалось выбора, кроме как смириться с этим и пользоваться самим.

Начиная с первой половины 1980-х темпы роста числа пользователей сотовой связью растут в геометрической прогрессии. Мобильные телефоны уверенно вошли в нашу жизнь, теперь всем жителям планеты легче связываться друг с другом. Приход сотовой связи многое изменил, оставив глубокое впечатление от преимуществ использования технических новшеств. Вполне возможно, что это стало одним из факторов, вселивших оптимизм относительно новых технологий и фондового рынка.

Во второй половине 1990-х наши дома оккупировал Интернет, заставивший каждого из нас ощутить, как быстро технологии меняют нашу жизнь. Понятие «Всемирная паутина» впервые появилось в СМИ в ноябре 1993 г. А уже в феврале 1994 г. миру был представлен первый общедоступный веб-браузер Mosaic. Обе эти даты, обозначившие начало истории Всемирной паутины, находятся близко к точке 1995 г., отмеченной на рис. 1.1, когда фондовый рынок сделал первый шаг на пути к своему драматическому пику 2000 г. Но многие открыли для себя Интернет лишь в 1997 г. и даже позже, а за эти годы индекс NASDAQ (в котором акции высокотехнологичных компаний играли далеко не последнюю роль) успел взлететь, увеличившись к 2000 г. в три раза, а отношение цены акции к доходу достигло беспрецедентных значений.

Для нас непривычно рассматривать интернет-технологии в подобном качестве — они в большей степени используются для развлечений или времяпрепровождения. В этом смысле по своей важности их можно сравнить с появлением персонального компьютера, а еще раньше — телевизора. На самом деле впечатление измененного будущего, которое производит Интернет, намного ярче, чем то, что было вызвано персональными компьютерами и телевизорами в нашем доме. Интернет дарит людям ощущение власти над миром. Они могут перемещаться повсюду, не покидая своей квартиры, и делать то, что раньше казалось просто невозможным. Они даже могут создать собственный веб-сайт и стать частью мировой экономики, что раньше и представить было трудно. Тогда как появление телевизора сделало их пассивными потребителями развлечений. Также компьютеры, пока не было Интернета, использовались большинством людей как печатные машинки или для игры в пинбол.

Живое и непосредственное влияние Интернета на человека заставляет задуматься о его важной экономической роли. Намного проще представить последствия предоставляемых данной технологией возможностей, чем, скажем, роль новых разработок в области кораблестроения или материаловедения. Большинство из нас просто ничего не знают о том, что там происходит.

Сумасшедший рывок фондового рынка стал возможен благодаря впечатляющему росту прибыли у американских корпораций. В 1994 г. последние в реальном выражении увеличились на 36% (оценка производилась по показателям реальной прибыли S&P Composite, скорректированной на инфляцию), далее, в 1995 г., реальный рост прибыли составил 8%, а в 1996 г. — 10%. Данные события практически совпали с рождением Интернета, но вряд ли были связаны с ним. Рост прибыли аналитики тогда объясняли продолжающимся восстановлением экономики после рецессии в 1990–1991 гг. в купе со слабым долларом, сильным спросом на американский капитал на внешних рынках, экспортом технологий, а также действиями компаний США для сокращения расходов. Всемирная сеть не могла оказать существенного влияния на рост совокупной корпоративной прибыли, поскольку не оперившиеся в то время интернет-компании еще не генерировали достаточно большой прибыли, как, в принципе, и сейчас. Но тенденция роста прибыли и появление такой революционной технологии, как Интернет, могут создать впечатление, что эти два фактора как-то связаны. Особенно сильно их увязывали, когда речь заходила о начале новой эры в период наиболее оптимистичных разговоров о будущем.

Интернет, безусловно, сам по себе важная составляющая технического прогресса и наравне с

другими разработками в области компьютерных технологий и робототехники имеет все шансы стать труднопредсказуемым, но мощным фактором влияния на будущее. Но возникает вопрос, могут ли Интернет и компьютерная революция оказать воздействие на оценку существующих корпораций. Ситуация на рынке всегда будет зависеть от новых технологий, но должны ли они увеличивать стоимость компаний, если учесть, что у тех нет монопольного права на их использование?¹⁴ Должен ли был Интернет в течение всех 1990-х способствовать росту промышленного индекса Dow Jones, в списке компаний которого до 1999 г. не было ни одной интернет-компания?¹⁵

Искаженное представление о том, что действующие компании выиграют от случившейся интернет-революции, возникло в результате распространения историй о стартапах типа eBay, E*Trade.com, Amazon.com и других подобных проектов, появившихся лишь в начале 1990-х гг. В будущем как в США, так и в других странах мира возникнет все больше новых компаний, которые станут конкурентами тех, в кого мы инвестируем сегодня. Проще говоря, появление новых технологий может как увеличить прибыль компании, так и сократить ее.

Для поддержания роста фондового рынка, однако, важна не сама интернет-революция, а скорее ее воздействие на общество. Реакция последнего связана с убедительностью интернет-знаний, которая, в свою очередь, возникает благодаря легкости манипулирования соответствующими примерами и аргументами. Если мы постоянно сидим в Интернете, то такого рода примеры в нужный момент легко всплывут у нас в голове.

Благоприятная денежно-кредитная политика и «пут-опцион Гринспена»

Во времена бума конца 1990-х Алан Гринспен и его комитет по операциям на открытом рынке Федеральной резервной системы (ФРС) не сделали ничего, чтобы притормозить рост фондового рынка, пока все не рухнуло. Это стало расплатой за господство бычьих настроений, за четырехлетнее бездействие и отказ от малейших попыток вмешательства. Бум на фондовом рынке серьезно стал набирать обороты в начале 1995 г. В феврале там воцарился тренд активного роста. На графике (рис. 1.1) виден значительный скачок кривой этого месяца. Тогда же, 2 февраля 1995 г., комитет по операциям на открытом рынке в последний раз (до 24 августа 1999 г.) повысил процентную ставку. К началу марта 1995 г. ученые мужи пришли к выводу, что слова Гринспена и членов комитета можно интерпретировать как «процентная ставка, скорее всего, расти не будет». Это была самая главная финансовая новость, которая означала, что ФРС подготовила «мягкую посадку», замедлив наметившийся рост инфляции и не вызвав при этом рецессии. Начиная с 1995 г. наступило время оптимистических настроений без страха перед возможностью повышения процентных ставок или роста инфляции.

В декабре 1996 г. Гринспен произнес свою знаменитую речь об «иррациональном оптимизме», но в ней не было ни намека на ужесточение денежно-кредитной политики, чтобы положить ей конец. Более того, тогда же было сказано, что «если лопнувший финансовый пузырь не повлечет за собой ухудшение ситуации в реальной экономике, не ударит по уровню производительности, занятости и стабильности цен, то нас как главных банкиров страны это касаться не должно». Это заявление Гринспена и ряд других, сделанных им позднее, по большому счету означали, что ФРС не будет ничего предпринимать для того, чтобы «проткнуть» надувающийся пузырь.

Многие же, напротив, восприняли это так, что ФРС сделает все, чтобы не допустить падения рынка, поскольку Гринспен опасается, что это вызовет ухудшение ситуации в реальном секторе экономики. В 2000 г., когда рынок достиг пика, было популярным выражение «пут-опцион Гринспена». Немало людей считали, что Гринспен стоял на страже интересов фондового рынка, что его присутствие на посту главы ФРС было сродни пут-опциону, призванному уберечь нас от падений рынка. Объяснением таких суждений служило то, что Гринспен уже не раз использовал свою власть, чтобы предотвратить уничтожение рынка ценных бумаг: в 1987 г., после краха фондового рынка; в 1998 г., после российского кризиса внешнего долга и гибели знаменитого хедж-фонда Long-Term Capital Management; а также в канун нового тысячелетия, когда он принял меры по предотвращению

«Проблемы 2000». Считалось, что он всеми предыдущими действиями доказал, что никогда не допустит резкого падения рынка.

Позднее, конечно же, некоторые также отдали бы ему должное за очень агрессивное снижение процентных ставок 3 января 2001 г., когда рецессия еще неясно маячила на горизонте. Это произошло за два месяца до рецессии 2001 г. В значительной степени фондовый рынок поддержала новость о том, что ФРС намерена существенно сократить процентные ставки — до уровня менее 1% к 2003 г. в случае падения рынка, и в тот же день индекс NASDAQ взлетел на 14% (самый большой скачок за всю историю). В итоге ФРС снизила к 2003 г. процентные ставки до уровня ниже 1%, так как рынок упал. Резкое снижение, в результате которого реальные (скорректированные на инфляцию) процентные ставки ушли в отрицательную зону, сыграло, возможно, далеко не последнюю роль в стимулировании бума на рынке жилья после 2001 г.

Экспансионистская денежно-кредитная политика — не следствие роста цен на фондовом рынке. Исследование, проведенное в 2003 г. Адамом Позеном из Института международной экономики, показало, что начиная с 1970 г. из 24 бумов на фондовых рынках по всему миру только в шести случаях произошло смягчение денежно-кредитной политики; столько же примеров и в истории 18 бумов на рынке недвижимости¹⁶. Его заключение ни в коей мере не противоречит моим выводам: позиция Алана Гринспена и других представителей ФРС, в общем и целом направленная на поддержку рынка, способствовала буму на фондовом рынке на стыке тысячелетий и следовавшему за ним буму на рынке недвижимости.

Беби-бум, падение рождаемости и их влияние на рынки

После Второй мировой войны в США наблюдался всплеск рождаемости. Наступление мира и экономический подъем подтолкнули тех, кто не успел обзавестись семьей во времена депрессии и войны, подумать о продолжении рода. Рождаемость выросла и в послевоенных Великобритании, Франции и Японии, но там эта тенденция была не так продолжительна и ярко выражена, как в США, что, несомненно, было связано с огромным ущербом, причиненным войной экономике этих стран. Примерно в 1966 г. рост рождаемости в США и во всем мире сменился падением, продолжающимся и по сей день. Исходя из исторического опыта, подобное снижение нельзя назвать обычным, скорее оно уникально, поскольку связано не с голодом или войной, а с таким эндогенным фактором, как снижение коэффициента фертильности¹⁷.

Достижения в области контроля над рождаемостью (в 1959 г. были изобретены противозачаточные таблетки, которые уже в середине 1960-х получили широкое распространение в Соединенных Штатах и других странах) и изменения социального характера, в результате которых была разрешена контрацепция и аборт, способствовали снижению темпов прироста населения при активной урбанизации и успехах в устремлениях образовательного и экономического характера. В результате беби-бум и последующий спад рождаемости привели к тому, что уже скоро многие страны столкнулись с кризисом системы социального обеспечения. К тому времени, когда дети эпохи беби-бума состарятся и выйдут на пенсию, количество работающей молодежи, призванной обеспечить поддержку населения старшего возраста, сократится¹⁸.

Беби-бум в США в 1946–1966 гг. был отмечен высоким уровнем рождаемости, и на момент рыночного пика 2000 г. в стране было необычно большое количество людей в возрасте от 35 до 55 лет. Существует две теории, согласно которым такая численность населения среднего возраста не могла не оказать влияния на рост фондового рынка сегодня. По одной версии, высокий коэффициент цена-прибыль, который мы сегодня наблюдаем, — это результат конкуренции между беби-бумерами при покупке акций для обеспечения грядущего выхода на пенсию и предложения цен на акции исходя из их доходности. Согласно другой теории, повседневное потребление товаров и услуг стимулировало рост акций, поскольку имело общее положительное влияние на экономику: чем выше уровень расходов населения, тем выше уровень доходов компаний.

Эти незамысловатые объяснения влияния беби-бума немного все упрощают. К примеру, в них

забыли уточнить, в какой момент беби-бум должен был повлиять на фондовый рынок. Возможно, это было учтено инвесторами в цене акций еще много лет назад. Они также игнорировали влияние таких факторов, как появление государств, чья экономическая система перешла на капиталистические рельсы, и их потребность в акциях американских компаний все последующие 20 лет. Предположение, что беби-бум заставил рынок расти благодаря увеличению спроса на товары, подразумевает, что рынок находится на максимуме, поскольку компании показывают высокую прибыль, но оно не объясняет причину высоких коэффициентов цена-прибыль на пике рынка.

Если модели жизненного цикла сбережений (первый эффект) сами по себе были бы определяющей силой на рынке сбережений, то в этом случае наблюдалась бы строгая корреляция в динамике цен по всем классам альтернативных активов, а со временем и между ценами на активы и демографическими показателями. Когда самое многочисленное поколение приходит к выводу, что следует заняться сбережениями, то его представители начинают нагнетать цены по *всем* сберегательным инструментам — акциям, облигациям, недвижимости. Когда же они решают, что необходимо сократить объем своих сбережений, то их активная распродажа активов может вызвать падение цен во *всех* этих сегментах. Но если мы посмотрим на данные по акциям, облигациям и недвижимости за длительный период времени, то увидим, что они имеют весьма отдаленную связь с их реальной стоимостью¹⁹.

Еще одна теория положительного влияния беби-бумеров на рынок гласит, что, не жившие во времена Великой депрессии 1930-х гг. и Второй мировой войны, они в меньшей степени испытывали страх перед рынком и всем миром. Безусловно, есть доказательства того, что коллективный опыт, приобретенный в годы формирования человека как личности, оставляет след на всю жизнь для представителей одного поколения²⁰. За время, пока на рынке, начиная с 1982 г., господствовали быки, бебибумеры в качестве основных инвесторов постепенно заменили тех, кто помнил Депрессию и войну в детстве и юности.

Несомненно, определенная доля истины в представленных теориях влияния беби-бума на фондовый рынок есть. Возможно, это восприятие обществом скачка рождаемости и его предполагаемых точек воздействия, которое в большей степени и привело к резкому взлету цен на рынке. Влияние беби-бума — одна из наиболее обсуждаемых тем как в отношении фондового рынка, так и рынка жилья, и все эти разговоры и слухи сами по себе могут влиять на курс ценных бумаг, торгуемых на бирже. Люди верят, что беби-бум сегодня представляет собой важный источник силы для рынков, и они не видят, почему он должен иссякнуть в ближайшей перспективе. Подобное восприятие обществом создает ощущение, что у рынка есть основания для роста, а также уверенность, что это продлится еще какое-то время. Поздравив себя с тем, что они разгадали секрет подобных трендов, и учитывая их при игре на фондовом рынке, многие инвесторы не смогли правильно оценить, насколько распространены подобные взгляды. Их восприятие подпитывает восходящую спираль рыночной стоимости акций.

Наиболее выдающимся сторонником теории влияния бебибума на фондовый рынок и рынок жилья является Гарри Дент. Его первая книга, выпущенная в 1992 г., называлась «Грядет великий бум: полное руководство по личной и корпоративной прибыли в эпоху процветания» (*The Great Boom Ahead: Your Comprehensive Guide to Personal and Business Profits in the New Era of Prosperity*) и была настолько успешна, что он написал несколько продолжений. По версии *New York Times*, его книга «Бурные 2000-е: как повысить благосостояние и начать жить так, как хочешь, во времена величайшего в истории бума» (*The Roaring 2000s: Building the Wealth & Lifestyle You Desire in the Greatest Boom in History*, 1998 г.) продержалась в 1998 г. в списке бестселлеров четыре недели. Вышедшая в 1999 г. книга «Инвестор бурных 2000-х: жизненные стратегии» (*The Roaring 2000s Investor: Strategies for the Life You Want*) в тот же год вошла в сотню самых продаваемых изданий по версии Amazon.com. В ней автор предрекал окончание бума на фондовом рынке лишь в 2009 г., когда количество людей, которым исполнилось 46 лет, начнет сокращаться и рынок упадет. Несмотря на плохие для рынка показатели в течение пяти лет, в 2004 г. Дент снова вернулся к предсказаниям в своей работе «Величайший в истории рынок быков: 2003–8» (*The Greatest Bull Market in History: 2003–8*).

Как можно было ожидать, успешное использование Дентом темы беби-бума и бычьего рынка

породило множество подражателей, на перебой расхваливающих отличные возможности разбогатеть на влиянии беби-бума на инвестиции в книгах с подобными заголовками: «Бумерномика: будущее ваших денег в грядущей войне поколений» (Boomeronomics: The Future of Your Money in the Upcoming Generational Warfare), Уильям Стерлинг и Стивен Уэйт (1998 г.); или «Бум, крах и эхо: как заработать на ближайшем демографическом сдвиге» (Boom, Bust & Echo: How to Profit from the Coming Demographic Shift), Дэвид Фут и Дэниел Стоффман (1996). Дискуссии по поводу взаимосвязи беби-бума и рынков велись повсеместно, и их общий тон говорил о том, что большинство считали бум за благо для фондового рынка и верили, что его влияние продлится еще много лет.

Расширение делового блока новостей

Первая новостная телевизионная сеть, Cable News Network (CNN), появилась в 1980 г. и с каждым годом увеличивала свою аудиторию. Особенно большой приток зрителей произошел благодаря таким событиям, как война в Персидском заливе в 1991 г. и процесс по делу О. Джей Симпсона в 1995 г. Обе истории создали огромный спрос на непрерывное освещение событий. Общество привыкло смотреть телевизионные новости в течение всего дня (и ночи), а не только за ужином. Вслед за CNN появились и сети бизнес-новостей, как, например, в 1983 г., — Financial News Network, вошедшая позже в CNBC. Затем были CNNfn и Bloomberg Television. Все вместе они создавали непрерывный поток финансовых новостей, большая часть которых касалась фондового рынка. Их влияние стало настолько сильным, что во многих брокерских фирмах сочли необходимым никогда не закрывать окно с трансляцией CNBC, расположенного в нижнем углу их мониторов. Многие клиенты звонили и спрашивали о том, о чем узнавали из новостей, тогда как брокеры (которые были слишком заняты, чтобы смотреть телевизор) выпадали из общей массы. В последние годы изменился не только масштаб, но и характер передачи бизнес-информации.

Согласно исследованию Ричарда Паркера, старшего научного сотрудника Центра Шоренштейна при Гарвардском университете, за последние два десятилетия XX столетия газеты постепенно превратили свои прежде консервативные блоки бизнес-новостей в современные разделы «Деньги», в которых можно найти полезные советы о том, куда вложить средства. Статьи, посвященные отдельным корпорациям, которые ранее писались для тех, кто там работает, или сотрудников отрасли, теперь пишутся с точки зрения того, а как инвесторы могут на этом заработать. В материалах о корпорациях теперь всегда можно найти мнение аналитиков относительно последствий данных новостей для инвесторов²¹.

Другое исследование, проведенное Джеймсом Хэмилтоном, показывает, что в течение нескольких десятилетий в вечерних новостях на американском телевидении постепенно происходила замена «важной актуальной информации» на какие-то истории или информацию, полезную для зрителя. Хэмилтон связывает эти изменения с возрастающей конкуренцией в новостном бизнесе, и успех здесь все больше зависит от способности отвечать интересам маргинальной аудитории, которая не заинтересована в глубокой проработке материала²². В такой среде особым спросом пользуются советы по инвестированию.

Увеличение потока новостей о различных вариантах инвестиций приводит к повышению спроса на акции, как реклама потребительских товаров знакомит людей с продуктом, напоминает о нем и в итоге заставляет купить. В большинстве рекламных объявлений или роликов не сообщается о важнейших характеристиках продукта, они лишь напоминают о его существовании и показывают, как он выглядит. Учитывая увеличившийся медиаохват темы инвестиций, бум на фондовом рынке не должен был стать большим сюрпризом, чем увеличение продаж последней модели внедорожника после масштабной рекламной кампании.

После того как рынок достиг пика, деловая пресса пережила тяжелый удар от потери интереса к ней со стороны широкой общественности. Такие модные бизнес-журналы, как *Red Herring*, *Industry Standard* и ряд других, прекратили свое существование. Зрительская аудитория ведущих телевизионных бизнес-каналов также сократилась. После 2000 г. упали продажи деловой литературы.

Ослабло внимание к фондовому рынку и со стороны газет, пытающихся выжить в этих непростых условиях. Мое исследование, проведенное с помощью Lexis-Nexis, показало, что количество статей с упоминанием фондового рынка в ведущих американских газетах с 1990 по 1998 г. увеличилось более чем в три раза, чему способствовали возникавшие время от времени финансовые скандалы. Но к 2004 г. число таких материалов сократилось на 50 с лишним процентов относительно того, что было на пике.

Оптимистичные прогнозы аналитиков

По данным Zacks Investment Research, в конце 1999 г. лишь 1% рекомендаций аналитиков по 6000 компаниям был «продавать» (в то время как 69,5% были «покупать» и 29,9% — «держат»). По сравнению с ситуацией десятилетней давности разница разительная. Тогда доля рекомендаций «продавать» составляла 9,1%, т.е. в девять раз больше²³.

Аналитики особенно неохотно советовали продавать акции, когда рынок находился на пике, по нескольким причинам. Во-первых, зачастую это связано с тем, что подобные рекомендации вызывают гнев эмитентов, которые могут принять ответные меры и закрыть двери для аналитиков. Последние, по их мнению, могут распространять о них негативную информацию, поэтому им грозит запрет на посещение информационных мероприятий и допуск к руководству при подготовке прогнозов прибыли компании. Подобное положение дел в момент, когда рынок движется к своему пику, свидетельствовало об изменении самой культуры инвестиционной отрасли и понимания того, что рекомендации аналитика объективны настолько, насколько тот мог их дать.

Другая причина, по которой многие аналитики отказывались выдавать рекомендации «продавать», заключается в том, что большинство из них работали в компаниях, занимающихся размещением выпусков ценных бумаг, и те не испытывали большого желания, чтобы их аналитики своими действиями ставили под угрозу столь прибыльное направление бизнеса. Аналитики, аффилированные с инвестиционными банками, выдавали значительно более благожелательные рекомендации компаниям, для которых их работодатель выступал в роли ведущего или соведущего андеррайтера, чем неаффилированные аналитики, несмотря на то что их прогнозы прибыли обычно не были выше²⁴.

Те, кто знал все ходы и выходы, понимали, что рекомендации «держат» сродни рекомендациям «продавать» несколько лет назад. В 1999 г. Джеймс Грант, известный обозреватель рынков, писал: «Честность никогда не была центром прибыли Уолл-стрит, но брокеры обычно соблюдали приличия. Теперь же они перестали это делать. Больше, чем когда-либо, анализ ценных бумаг (так это называется) представляет собой ответвление от отдела продаж. Инвестор, будь осторожен»²⁵.

С рекомендациями аналитиков стало происходить то, что в школах называют «инфляция оценок»: если раньше уровень «С» был средней оценкой, то теперь это почти «неуд». Многие из нас знают, что подобное случается, и мы пытаемся скорректировать свои интерпретации оценок наших детей. На фондовом рынке мы также учитываем в рекомендациях аналитиков такой фактор, как инфляция. Но не все были способны правильно скорректировать новый язык аналитиков, изобилующий преувеличениями, и поэтому общий эффект от изменившихся стандартов стимулировал повышение уровня оценок акций.

Кроме того, проблема заключалась не только в изменениях, связанных с единицами измерения в отчетах аналитиков. Даже их количественные прогнозы роста прибыли были завышены. Согласно исследованиям Стивена Шарпа из совета управляющих ФРС, ежегодные прогнозы аналитиков относительно роста прибыли на акцию в компаниях, входящих в S&P 500, в период с 1979 по 1999 г. в 19 случаях из 21 превосходили реальные показатели. Средняя разница между прогнозируемым и реальным ростом прибыли составляла 9%. Аналитиков также не смутила крутая рецессия 1980–1981 гг. и рецессия 1990–1991 гг., когда их прогнозы роста прибыли были на уровне 10%²⁶. После появления исследования Шарпа аналитики не смогли предсказать резкое снижение прибыли к 2001 г.

Подобное отклонение было характерно для ежегодных прогнозов аналитиков. Они демонстрировали более трезвые суждения, когда речь заходила о предсказании очередных показателей

прибыли до того, как те официально озвучивались компанией. Аналитики следовали пожеланиям компаний видеть каждый квартал прирост прибыли, и в своих оценках немного занижали реальные цифры. Руководство компаний, прежде чем анонсировать свои данные о прибыли, беседовали с аналитиками, чьи прогнозы были очень оптимистичными, убеждая их снизить, а аналитиков с пессимистичными прогнозами они не переубеждали, тем самым занижая среднюю прогнозируемую прибыль, и это не было очевидной ложью²⁷. Когда клиенты оценивали прогнозы аналитиков, они чаще всего сравнивали последние официальные данные о прибыли и последний прогноз; таким образом, аналитики не переоценивали будущую прибыль компании до появления официальных данных.

Завышенную оценку аналитики дают, как правило, в прогнозах относительно отдаленного, неопределенного будущего, а не ежеквартальных или ежегодных результатов. И те высокие оценки, которые мы видели на пике фондового рынка, были не чем иным, как ожиданием такого будущего, простирающегося далеко за пределы ежегодных прогнозов. В другом своем исследовании Стивен Шарп показывает, что разница в 1% в прогнозируемом росте прибыли в среднем по отрасли приводила к повышению отраслевого коэффициента цена-прибыль на 5–8%. Таким образом, Шарп пришел к выводу, что повышение долгосрочных прогнозов аналитиков по поводу роста прибыли могло привести к «увеличению коэффициента цена-прибыль на рынке в течение второй половины 1990-х гг. примерно на 20–32%»²⁸.

Аналитиков мало беспокоило, что они были постоянно оптимистично настроены, говоря о далеком будущем. Очевидно, они пришли к выводу, что подобный всеобщий оптимизм благотворно сказывается на бизнесе. Безусловно, они осознавали, что их коллеги-аналитики также были полны долгосрочного оптимизма, и, в конце концов, цифры говорили сами за себя. В своей многословной болтовне о «больших перспективах для США», ориентированной на рядовых инвесторов, они не заботились о точности высказываний.

Проблемы, связанные с рекомендациями аналитиков, были частично решены после того, как рынок достиг своего максимума. Ряд инвестиционных компаний установили новые правила, по которым аналитики обязаны давать рекомендации «продавать», когда это действительно целесообразно. По правилам справедливого раскрытия информации, введенным Комиссией по ценным бумагам и биржам США в октябре 2000 г., аналитики, критически настроенные по отношению к той или иной компании, не могут быть не допущены на информационные мероприятия, которые теперь должны быть открыты для широкой публики. Закон Сарбейнса — Оксли от 2002 г. среди прочего предписывал, что отчеты аналитиков не должны подвергаться перед их публикацией какой-либо корректировке со стороны лиц, имеющих отношение к инвестиционному банкингу; против же аналитиков, чьи отчеты идут вразрез с политикой компании в отношении инвестирования, не могут предприниматься какие-либо санкции, а сами компании обязаны разделить информационные потоки между инвестиционным и аналитическим направлением. В 2003 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам оштрафовала десять ведущих инвестиционных компаний США на сумму в \$1,4 млрд. Их обвинили в предложении клиентам аналитических отчетов с сознательно завышенными оценками акций с целью продвижения интересов их инвестиционного бизнеса. Около \$80 млн из этой суммы предназначалось для организации программы обучения инвесторов. Подобные изменения — хороший знак, подтверждающий, что предпринимаются определенные шаги по решению проблемы завышения или занижения оценок аналитиками. Мы видим, что сегодня рекомендаций «продавать» больше, чем их было на пике рынка. Но все же их недостаточно, и пока слишком рано снимать с повестки дня вопрос о предвзятости прогнозов аналитиков.

Распространение пенсионных планов с фиксированными взносами

Возникающие со временем изменения в пенсионных планах для работников заставили людей поближе познакомиться и в конечном счете признать акции в качестве инвестиций. Несмотря на то что происходящие изменения по сути своей не связаны с явным предпочтением акций по сравнению с другими инвестиционными возможностями для будущих пенсионеров, они делают все, чтобы

стимулировать процесс инвестирования в акции (людей заставляют сделать определенный выбор из заранее предложенных вариантов пенсионных накоплений). При решении в пользу того или иного варианта люди больше узнают об акциях и тем самым повышается их уровень осведомленности.

Самым революционным изменением в американских институтах пенсионного обеспечения стало расширение пенсионных планов с фиксированными взносами за счет планов с фиксированными выплатами. Важной вехой было создание первого пенсионного плана 401 (k) в 1981 г., который вскоре был одобрен Налоговым управлением США²⁹. До этого времени пенсионные планы для работников обычно имели фиксированный размер выплат, и работодатель обещал работникам, что после выхода на пенсию они будут получать фиксированную пенсию. Всеми накоплениями для организации выплат управлял сам работодатель. С появлением планов 401 (k) и таких его аналогов, как 403 (b), работники получили возможность делать отчисления с зарплаты на пенсионный счет с отложенными налоговыми платежами. Затем они поступают на их счета пенсионного плана 401 (k), и владелец должен распределить средства между акциями, облигациями и денежным депозитом. Налоговое законодательство стимулирует работодателей делать параллельные взносы на счета своих работников. Кроме того, у сотрудников был сильный стимул в софинансировании своей будущей пенсии.

Начиная со времени достижения американским рынком дна в 1982 г. рост количества пенсионных планов с фиксированными взносами стимулировали также и другие факторы. Профсоюзы традиционно искали для своих членов варианты планов с фиксированными выплатами чтобы гарантировать благосостояние при выходе на пенсию, поэтому сокращение профсоюзного движения, в свою очередь, означало и ослабление поддержки таких планов. Значимость промышленного сектора, который долгое время был цитаделью профсоюзов, и вместе с ним и пенсионных планов с фиксированными выплатами снизилась. Планы с фиксированными выплатами стали менее популярны и среди менеджеров компаний. Дело в том, что так называемые избыточно профинансированные планы делают иногда компанию уязвимой с точки зрения поглощения. Административные затраты планов с фиксированными взносами ниже, чем у планов с фиксированными выплатами. Более того, планы с фиксированными взносами снискали популярность среди работников, которые предпочитают отслеживать свои накопления, поэтому компании все чаще стали предлагать такие планы всем своим сотрудникам.

Используя инструменты налогового стимулирования для участия в планах, предлагающих выбор между акциями и облигациями, государство тем самым вынудило работающую часть населения разобраться в преимуществах вложений в акции перед облигациями и денежным депозитом. Любой побудительный мотив узнать о каком-либо инвестиционном инструменте, скорее всего, увеличит на него спрос. В 1954 г., Нью-Йоркская фондовая биржа провела маркетинговое исследование, чтобы выяснить, как повысить общественный интерес к фондовому рынку. Выяснилось, что большинство людей очень мало знают об акциях: только 23% населения смогли определить, что это такое. Кроме того, исследование выявило смутное недоверие общественности к фондовому рынку³⁰. После этого биржа организовала серию открытых семинаров, чтобы ликвидировать подобные пробелы в знаниях граждан, а также предубеждение к акциям как инвестиционному инструменту. Но все же с точки зрения стимулирования интереса населения к акциям никакие семинары биржи не могли сравниться с тем, чему можно научиться на собственном опыте, используя пенсионный план с фиксированными взносами.

Если человек рассматривает фондовый рынок через призму пенсионного плана, то, скорее всего, здесь речь идет о долгосрочном подходе к инвестициям. Цель любого плана 401 (k) — подготовиться к выходу на пенсию, что для многих работников является перспективой далеко не завтрашнего дня. Компания, финансирующая план 401 (k), не раздает участникам советов по краткосрочным инвестиционным возможностям да и выписки по стоимости портфеля рассылает по почте лишь время от времени. Участник плана не может, открыв ежедневную газету, узнать об изменении стоимости своего портфеля. Такое «долгосрочное» восприятие способно привести к росту фондового рынка, заставив инвесторов забыть о краткосрочных колебаниях.

Стимулирование формирования долгосрочного подхода у инвесторов в целом скорее вещь полезная, чем вредная. Но дополнительное влияние планов 401 (k), исходя из того, как они устроены

сегодня, заключается в повышении спроса на акции, и происходит оно благодаря срабатыванию другого психологического механизма. Предлагая работникам на выбор различные категории инвестиций на фондовом рынке, работодатели таким образом формируют спрос на акции. Экономисты Шломо Бенарци и Ричард Талер доказали влияние наличия категорий на окончательный выбор инвестиционных инструментов. Используя данные как экспериментов, так и реального распределения средств пенсионных фондов, они обнаружили, что многие люди стремятся разместить свои средства равномерно по всем предлагаемым вариантам вне зависимости от их содержания. Если пенсионный план подразумевает наличие фонда акций и фонда облигаций, то многие распределят свои средства между ними поровну. Если план предложит выбор между фондом акций и сбалансированным фондом (где, скажем, 50% средств будут вложены в акции, а другие 50% — в облигации), то многие участники все так же поровну распределят свои деньги между ними, даже несмотря на то, что теперь их портфель будет состоять на 75% из акций³¹.

Варианты инвестиций, предлагаемые в рамках планов 401 (k), в большей степени ориентированы на акции. В то же время такие планы, как правило, не предполагают каких-либо вариантов инвестиций в недвижимость. Сегодня типичный план 401 (k) означает, что человек будет выбирать между фондом акций, сбалансированным фондом (как правило, 60% — акции и 40% — облигации), акциями компании (инвестициями в компанию-работодателя), неким специализированным фондом акций (например, фондом роста), фондом облигаций, фондом денежного рынка, а также гарантированным инвестиционным контрактом с фиксированной доходностью. В результатах исследований Бенарци и Талера нет ничего удивительного. Люди больше вкладывают в акционерные (инвестиционные) фонды, потому что перед ними богатый выбор, связанный именно с акциями. Кроме того, поскольку существуют более интересные акции, то они и привлекают больше внимания. Это как в винном магазине на углу, где выбор вина шире, чем водки.

Все так трудноуловимо, что интерес или любопытство по отношению к акциям, а не принятие рационального решения подвигает инвесторов покупать акций больше, чем они это сделали бы при других обстоятельствах. Этот, скорее всего бессознательный, интерес способствовал росту котировок на фондовом рынке.

Рост фондов взаимных инвестиций

Бум на рынке ценных бумаг совпал с необычным всплеском на рынке фондов взаимных инвестиций (взаимных фондов) и их активной рекламой. В 1982 г., в самом начале последнего долгосрочного бычьего тренда на рынке, в Соединенных Штатах насчитывалось лишь 340 взаимных фондов ценных бумаг. К 1998 г. их было уже 3513, т.е. больше, чем акций, прошедших листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже. К 1982 г. в США было открыто 6,2 млн счетов пайщиков взаимных фондов акций (примерно по одному на каждые десять американских семей). К 2000 г. их было уже 164,1 млн, или примерно по два на семью³². После достижения фондовым рынком своего пика в 2000 г. рост количества счетов на пару лет застыл, но к 2003 г. их стало 174, 1 млн, т.е. больше, чем на пике 2000 г.

Фонды взаимных инвестиций — это старая идея с новым названием. Инвестиционные компании возникли в Соединенных Штатах уже в 1820-х гг., хотя они тогда не назывались взаимными фондами³³. Massachusetts Investors Trust, считающийся первым фондом взаимных инвестиций, был создан в 1924 г. Он отличался от других инвестиционных трастов тем, что публиковал состав своего портфеля, обещал вести разумную инвестиционную политику и самоликвидироваться в случае, если инвесторы потребуют возврата денег. Но запуск первого взаимного фонда был более чем затяжным: инвесторы не торопились признавать подобного рода преимущества. Вместо этого в условиях бычьего рынка 1920-х гг. возникло много других инвестиционных трастов: инвестиционные компании, не дающие никаких гарантий (которые сегодня ассоциируются со взаимными фондами), многие из них занимались мошенничеством, а некоторые эффективно использовали так называемую схему Понци (см. главу 4).

После краха фондового рынка в 1929 г. многие инвестиционные трасты потеряли в стоимости даже больше, чем рынок в целом, что вызвало бурю негодования со стороны общественности. В частности, люди чувствовали, что обмануты менеджерами трастов, которые часто преследовали собственные интересы, а не интересы инвесторов. Закон об инвестиционных компаниях 1940 г., регламентирующий их деятельность, помог восстановить некое доверие общества к ним. Но людям нужно было больше чем просто законы, им необходимо было новое имя, которое бы не ассоциировалось с инвестиционными трастами. Термин *фонд взаимных инвестиций*, благодаря схожести со взаимно-сберегательным банком и компанией взаимного страхования, уважаемыми организациями, которые пережили крах фондового рынка в большинстве своем без скандалов, внушал больше доверия и был ближе инвесторам³⁴.

Принятие в 1974 г. Закона о гарантиях пенсионных доходов работников, благодаря которому появилось такое понятие, как индивидуальные пенсионные счета, стало новым стимулом для развития индустрии фондов взаимных инвестиций. Но это случилось только после того, как в 1982 г. на рынке воцарились быки.

Отчасти дальнейший быстрый рост взаимных фондов ценных бумаг обусловлен их участием в пенсионных планах 401 (к). Инвестируя свои пенсионные деньги во взаимные фонды, люди глубже вникают в концепцию этого инструмента, — следовательно, помимо пенсионного плана, готовы вкладывать в них свободные средства.

Другая причина взрывного роста популярности фондов заключается в их больших расходах на рекламу — ролики в телешоу, объявления в журналах и газетах, а также массовая почтовая рассылка рекламных буклетов для активных инвесторов. Взаимные фонды подтолкнули к выходу на рынок немало наивных инвесторов, убедив, что специалисты, управляющие фондами, уберегут их от подводных камней.

Быстрое увеличение числа взаимных фондов ценных бумаг направило все общественное внимание на рынок, что повлияло на динамику спекулятивных цен всего рынка, а не отдельных акций³⁵. Новая популярная идея о том, что вкладывать в фонды взаимных инвестиций благоразумно, удобно и безопасно, подвигла многих инвесторов к тому, что они, до этого боявшиеся выходить на рынок, все же сделали это, и уровень доверия к рынку тем самым, повысился (см. главу 11, где более подробно рассматриваются отношения общества к взаимным фондам.)

Снижение инфляции и эффект денежной иллюзии

Прогноз уровня инфляции в США (измеряемого как процентное изменение индекса потребительских цен) постепенно улучшался с момента, когда рынок стал бычьим. В 1982 г., даже несмотря на то, что годовая инфляция в стране составляла 4%, все же ощущалась большая неуверенность в том, что она могла вернуться на уровень 1980 г. (почти 15%). Самый значительный скачок курса акций на этом бычьем рынке пришелся на середину 1990-х гг., когда инфляция установилась на планке 2–3%, а затем упала ниже 2%.

Как выяснилось во время интервью с участниками моих исследований, в общей массе население уделяет инфляции весьма пристальное внимание³⁶. Большинство людей считают, что уровень инфляции представляет собой некий барометр экономического и социального благополучия нации. Высокая инфляция расценивается как знак того, что с экономикой не все в порядке, базовые ценности утрачены, а нация покрыта позором перед остальным миром. Низкий уровень инфляции, наоборот, ассоциируется с экономическим процветанием, социальной справедливостью и хорошим правительством. Поэтому неудивительно, что низкая инфляция усилила доверие и повысила оценку населения по отношению к фондовому рынку.

Но с чисто рациональной точки зрения такая реакция фондового рынка на инфляцию неправильна. В 1979 г. экономисты Франко Модильяни и Ричард Кон в своей статье утверждали, что фондовый рынок неверно реагирует на изменения инфляции, поскольку население не до конца понимает, как влияет инфляция на процентные ставки³⁷. При высоком уровне инфляции — как в то

время, когда они готовили статью, т.е. накануне достижения фондовым рынком дна в 1982 г., — номинальные процентные ставки (стандартные процентные ставки, которые мы можем видеть каждый день) также высоки, так как они должны компенсировать инвесторам последствия инфляции, которая уменьшает стоимость их долларов. Однако реальные процентные ставки (скорректированные на инфляцию) были не столь высоки, и, следовательно, фондовый рынок не должен был как-то реагировать на высокие номинальные ставки. Модильяни и Кон предположили, что угнетенное настроение на рынке при высоких номинальных ставках и небольших реальных ставках связано с возникновением «денежной иллюзии» или общим смятением в головах граждан относительно возможных результатов изменения денежного стандарта. При инфляции ценность доллара в наших глазах меняется, а значит, меняются и критерии ее измерения. Поэтому нет ничего удивительного, что, столкнувшись с новыми критериями, многие просто заходят в тупик³⁸.

Неверное толкование населением уровня инфляции сегодня приводит к завышенным ожиданиям реальной (скорректированной на инфляцию) прибыли. Большинство данных о долгосрочной доходности фондового рынка в прошлые годы приводится в СМИ в номинальном выражении, без какой-либо коррекции на инфляцию, в результате те, кто видит эту информацию, вполне могут подумать, что и в будущем их ожидает такая же доходность. Сегодня инфляция составляет менее 2%, что сравнимо с уровнем инфляции, вычисляемой на основе индекса потребительских цен прошлых лет, который составлял в среднем 4,4%, начиная с момента избрания Джона Кеннеди в 1960 г. И поэтому ожидать от фондового рынка того же уровня номинальной доходности, как в 1960 г., означает иметь завышенные ожидания доходности в реальном выражении.

Графики фондовых индексов прошлых лет в СМИ почти всегда составляются в номинальном выражении, в отличие от приводимых в данной книге цифр, которые были предварительно скорректированы на инфляцию. Потребительские цены с 1960 г. повысились в шесть раз, а с 1913 г. — в семь раз. Эта инфляция выливается в сильный повышательный тренд на долгосрочных графиках фондовых индексов за прошлые годы, если они не скорректированы на инфляцию. Таким образом, необычное поведение реального фондового рынка в конце прошлого тысячелетия, резкий скачок курсов акций, наблюдаемый нами на рис. 1.1, не выбивается из ряда графиков прошлых лет, которые мы встречаем в СМИ. Надо сказать, что, глядя на эти графики, мы начинаем думать: ничего необычного на рынке ценных бумаг сегодня не происходит.

Журналисты, как правило, не корректируют данные графиков на инфляцию, считая подобные вещи чем-то из разряда доступных только избранным и уж совершенно непонятных широкому кругу читателей. Возможно, они и правы. Население в общей массе не владеет азами экономики, а те, кто в свое время ее изучал, скорее всего, мало что помнят. Таким образом, они не усвоили главный урок — измерять цены в долларах, когда количество и стоимость их слишком нестабильны, неправильно. Население в большинстве своем не принимает во внимание, что целесообразнее измерять уровень фондового рынка, используя расширенную потребительскую корзину, поскольку его можно узнать, только если скорректировать на показатель инфляции потребительских цен³⁹.

Увеличение объемов торговли: дисконтные брокеры, дневные трейдеры и круглосуточный трейдинг

С 1982 по 1999 г. коэффициент оборачиваемости ценных бумаг (количество акций, проданных за год, деленное на общее количество акций), торгуемых на Нью-Йоркской фондовой бирже, практически удвоился — с 42 до 78%⁴⁰. Рынок NASDAQ, специализирующийся на акциях высокотехнологичных компаний, демонстрирует еще больший скачок коэффициента оборачиваемости — с 88% в 1990 г. до 221% в 1999 г.⁴¹ Высокий коэффициент оборачиваемости может говорить о повышенном интересе к рынку в результате влияния указанных факторов. Еще одна причина повышения коэффициента — снижение стоимости проведения сделки. После утверждения Комиссией по ценным бумагам и биржам в 1975 г. конкурентных брокерских комиссий тут же произошло снижение ставок и появились дисконтные брокеры. Также имели место изменения технологического и организационного характера.

Такие нововведения, как система исполнения мелких заявок, представленная NASDAQ в 1985 г., и новые правила работы с заявками, утвержденные Комиссией по ценным бумагам и биржам в 1997 г., привели к максимальному за всю историю снижению затрат на трейдинг. Благодаря этим правилам, направленным на стимулирование равного доступа к рынкам, сегодня мы наблюдаем растущее число инвесторов-любителей, у которых есть возможность заниматься «внутридневным трейдингом», т.е. пытаться заработать на активной торговле акциями, используя те же системы исполнения заявок, что и профессионалы.

Значительный рост сервисов для онлайн-трейдинга примерно совпадает с самыми сильными всплесками на фондовом рынке, начиная с 1997 г. По данным Комиссии по ценным бумагам и биржам, в 1997 г. в США насчитывалось около 3,7 млн счетов для интернет-торговли, а к 1999 г. их уже было 9,7 млн⁴². Рост числа участников онлайн-трейдинга, а также соответствующих информационных и коммуникационных интернет-сервисов может в существенной степени стимулировать интерес к получению оперативных данных о ситуации на рынке. Внеурочные торги на биржах также имеют все шансы на повышенное внимание, поскольку инвесторы могут отслеживать изменения цен, сидя дома на диване после работы.

Кажется, что спекулятивные цены испытывают волатильность все время, пока рынки открыты. Амплитуда колебаний курсов меньше в течение двухдневного интервала, когда в один из этих дней рынки закрыты (например, в среду, когда Нью-Йоркская фондовая биржа закрывается)⁴³. Поэтому можно ожидать, что с более широким распространением онлайн-трейдинга и увеличением продолжительности работы рынков будет расти и их волатильность. Но вот приведет ли это к повышению или, наоборот, к снижению курсов, однозначно сказать нельзя.

Однако есть основания полагать, что более частое выставление котировок действительно может привести к снижению спроса на акции. Экономисты Шломо Бенарци и Ричард Талер в своей работе показали, что количество времени, уделяемого курсам акций на рынке, в значительной степени влияет на спрос. Во время экспериментов людям показывали дневные котировки акций, и тогда они выражали намного меньший интерес к инвестированию в акции, чем когда им показывали лишь графики долгосрочной доходности⁴⁴. Ежедневный шум на рынке, очевидно, заставляет человека больше бояться рисков, присущих инвестированию в акции. Таким образом, инновации институционального характера, которые стимулируют оперативное отслеживание котировок на рынке, могут привести и к их понижению.

С другой стороны, более частое информирование о курсах акций, вызванное последними институциональными и техническими изменениями, может иметь и обратный рассмотренному в экспериментах Бенарци и Талера эффект. В реальных условиях, когда экспериментатор не контролирует, на что именно направлено внимание человека, увеличение частоты обращений к свежим котировкам акций может привести к повышению спроса на них. Изменчивость общественного внимания — один из важнейших факторов в оценке инвестиций, который мы разберем в главе 9.

Расширение возможностей для азартных игр

Последние несколько десятилетий по всему миру активно растет популярность азартных игр, как коммерческих, так и с участием государства⁴⁵. Одновременно повышается и степень уважения к рынкам и частной собственности, а также восхищения «победителями» и презрения к «неудачникам».

В Соединенных Штатах с 1962 по 2000 г. оборот коммерческих азартных игр, как легальных, так и нелегальных, вырос почти в 60 раз в реальном (скорректированном на инфляцию) выражении⁴⁶. По данным телефонного опроса, проведенного в 2000 г., 82% взрослого населения Соединенных Штатов играли в азартные игры за прошедший год, тогда как во время опроса 1975 г. таковых был 61%⁴⁷. Сумма денег, проигранных американцами в азартных играх в 2000 г., превышала их совокупные траты на билеты в кино, музыкальные диски, посещение тематических парков отдыха, футбол, хоккей и прочие зрелищные виды спорта, а также видеоигры⁴⁸.

В 1870-х гг., после скандала с Луизианской лотереей, большинство азартных игр и лотерей были

признаны администрациями штатов вне закона, сама же национальная лотерея фактически прекратила свою деятельность после принятого конгрессом в 1890 г. закона, запрещающего продавать лотерейные билеты по почте. С этого времени и до 1970 г. легальные азартные игры по большому счету ограничивались лишь скачками, круг почитателей которых был достаточно невелик, поскольку требовал присутствия на них игрока. Но к 1975 г. в различных штатах было запущено 13 лотерей. К 1999 г. их было уже 37. Это был очень удобный и простой способ расстаться с деньгами. До 1990 г. легальные казино работали только в Неваде и Атлантик-Сити. К 1999 г. к ним добавилось около 100 плавучих казино, а также 260 казино в индейских резервациях. В это же время, благодаря появившейся возможности делать ставки на скачках, сидя дома и наблюдая их по спутниковому каналу, также значительно увеличился оборот и на этом направлении. Теперь это можно также делать, используя кабельное ТВ или Интернет. Кроме того, быстро увеличивалось количество электронных игровых автоматов, в том числе монетных, видеопокер, видеокено и т.п. В ряде штатов их можно найти на стоянках грузовиков, в мини-маркетах, лотерейных магазинах. За всю свою историю азартные игры не знали такого распространения, удобства использования, а также настолько широких рекламных кампаний.

Рост числа игорных заведений, а также участия в азартных играх оказывает большое влияние на нашу культуру и наше отношение к риску в прочих областях, например при игре на фондовом рынке. В легализации азартных игр в виде государственных лотерей порой видят средство поддержки нелегальной цифровой лотереи, а не ее замены⁴⁹, и, таким образом, это может содействовать и продвижению иных рискованных операций. Азартные игры подавляют естественные механизмы неприятия рисков, а некоторые договоры азартных игр, в частности лотерей, отдаленно напоминают механизм игры на финансовых рынках: человек использует компьютер, получает сертификат (лотерейный билет), а в случае так называемых мегалотерей он становится участником активно обсуждаемого явления национального масштаба. Привыкнув играть в азартные игры, вполне естественно было бы перейти на следующий уровень, т.е. на рынок ценных бумаг.

Наибольшая волатильность на американском фондовом рынке наблюдалась в период с 1929 по 1933 г., когда она была в два раза выше, чем когда-либо в прошлые годы. Это было время повального увлечения азартными играми, но порожденное не их легализацией, а благодаря расцвету организованной преступности в эпоху «сухого закона» в 1920–1933 гг.⁵⁰ После 1920 г. начали активно разрастаться преступные группировки, старавшиеся всеми способами удовлетворить потребности населения в алкоголе, а также решившие попутно заняться и распространением лотереи «цифры», игры в кости и рулетку в своих нелегальных питейных заведениях. Для обеспечения страны спиртными напитками они создали современную и эффективную систему дистрибуции, маркетинга и розничных продаж, выйдя далеко за пределы своих традиционно контролируемых территорий. Созданная инфраструктура позволила еще более масштабно развернуть деятельность в области нелегальных азартных игр. Безусловно, подобное массовое нарушение закона способствовало легализации азартных игр.

Взаимосвязь между азартными играми и волатильностью финансовых рынков, возможно, обусловлена тем, что азартные игры и те, кто стоит за их активным распространением, создали у людей завышенную самооценку относительно их удачливости, а также повышенный интерес к возможностям сравнить себя с другими и новому способу победить скуку и однообразие. Сегодня мы постоянно сталкиваемся с рекламой, сделанной на высочайшем профессиональном уровне, которая пытается пробудить в нас подобные чувства. Это касается и радио- и телерекламы, где профессиональные актеры изображают типичные варианты самооправдания игроков. Подобные маркетинговые ухищрения, а также собственный опыт участия в азартных играх, хотя бы в качестве наблюдателя, тоже может стимулировать фривольное и слишком рискованное поведение на фондовом рынке. Такая реклама бывает поразительно точной. В 1999 г., когда фондовый рынок был уже почти на пике, в Коннектикуте я видел билборд, рекламирующий внеипподромный тотализатор — на нем большими буквами было написано: «Как фондовый рынок, только быстрее».

Резюме

Оглядываясь на перечень потенциальных факторов, стимулирующих активный рост на фондовом рынке и рынке недвижимости, стоит помнить, что не существует надежного научного метода, позволяющего понять механизм ценообразования на спекулятивном рынке. Конечно, мы теперь лучше понимаем эти рынки, но сложные жизненные процессы продолжают вносить свои поправки в наши знания.

Многие факторы, которые способствовали недавнему буму на фондовом рынке и рынке недвижимости, обладают некоей способностью самореализации, которую трудно, если вообще возможно, поместить в рамки научного обоснования и прогнозирования. Все же многие из них обладают также бесспорными опорными точками. Интернет-бум, рост популярности онлайн-трейдинга, прореспубликанский конгресс и предложенное сокращение налогов на прирост капитала имели место в то время, когда фондовый рынок начал свой самый захватывающий подъем. Другие факторы, включая увеличение числа участников пенсионных планов с фиксированными взносами и взаимных фондов, снижение уровня инфляции и рост объема торговли, четко ассоциируются с событиями, развернувшимися после достижения рынком в 1982 г. своего дна. Помимо этого, наша культура отражает и изменения, которые сопровождают скачок курса акций или цен на недвижимость. К примеру, исследования показывают, что последние несколько десятилетий у нового поколения устойчиво укрепляются более материалистические настроения, что вера в рынки на фоне сдачи позиций коммунистических идей укрепила нашу уверенность в капиталистической системе, и — возможно, самое интересное, — что во всем мире растет популярность азартных игр. Многие из этих факторов присутствуют как в США, так и в Европе и других странах, поэтому теория о том, что они стали причиной бума на фондовом рынке и рынке недвижимости в Соединенных Штатах, не противоречит тому факту, что бум наблюдался и в других странах⁵¹.

Но я никогда не пытался утверждать, что взлеты и падения на рынках можно объяснить лишь с точки зрения порождающих их факторов. Рынки живут своей жизнью, поскольку есть еще влияние обратной реакции, механизм усиления, позволяющий растянуть воздействие стимулирующих факторов во времени, что иногда очень сильно повышает их степень влияния и важность. В следующей главе мы как раз и поговорим о таких усилителях.

Усилители: естественные пирамиды Понци

В предыдущей главе мы рассмотрели стимулирующие факторы, способствовавшие росту фондового и жилищного рынков. В этой главе мы остановимся на том, какие существуют механизмы усиления (усилители) действия данных факторов, включая доверие инвесторов, ожидания инвесторов относительно будущих показателей рынка и соответствующее влияние на спрос со стороны инвесторов. Но, чтобы добавить контекста и конкретики, мы сначала поговорим о доверии инвестора и его ожиданиях.

Усилители работают по типу петли обратной связи. Далее в этой главе мы будем обсуждать их как естественные пирамиды Понци. Инвесторы, чье доверие и ожидания основаны на прошлых примерах роста курсов, все больше разгоняют спекулятивные цены и, таким образом, соблазняют инвесторов заниматься тем же самым. Все это повторяется снова и снова, что усиливает ответную реакцию на первоначальные стимулирующие факторы. Понятие механизма обратной связи часто фигурирует в общественном дискурсе и представляет собой одну из старейших финансовых теорий¹. Но в современных учебниках по финансам, как правило, этого не найдешь. Теория обратной связи часто описывается просто как недоказанная гипотеза. На самом же деле, как мы увидим далее, существуют определенные доказательства в пользу существования механизмов обратной связи.

Изменение доверия инвесторов

Одной из особенностей фондового рынка 1990-х гг., когда на нем правили быки, и после 2000 г., когда верх взяли медведи, можно назвать его зависимость от изменений доверия инвесторов к акциям. Кажется, что во второй половине 1990-х гг. в головах инвесторов засела очень простая мысль, что акции — это «лучшие инвестиции» и в долгосрочной перспективе с ними ничего не может случиться. Подобная точка зрения резко контрастирует с теми идеями, которые превалировали в конце 1970-х гг., после падения фондового рынка в 1973–1974 гг., когда большинство людей считали недвижимость «лучшим вариантом для инвестиций». Но в то время я не проводил своих опросов, поэтому у меня нет информации, доказывающей, что именно они думали тогда.

Начиная с конца 1980-х гг. я рассылал свои опросные листы состоятельным респондентам, чтобы узнать их мнение относительно фондового рынка. Теперь эти опросы проводит Международный финансовый центр при Йельском университете. После 1996 г., когда я пришел к выводу, что вера людей в акции как в лучший способ инвестирования, с которым не может произойти ничего плохого, реально стала одним из главных элементов массовой культуры, я начал подумывать о том, чтобы свести в таблицу всю динамику изменения взглядов. Вот вопрос, который я задавал своим респондентам из случайной выборки, т.е. американцам с высоким уровнем доходов, процент респондентов, выбравших тот или иной ответ, и количество (n) ответов, полученных мной в разные годы:

Согласны ли Вы со следующим утверждением: «Фондовый рынок — наилучший вариант для долгосрочных инвесторов, кто может просто купить и держать ценные бумаги, несмотря на взлеты и падения рынка»?

	1996	1999	2000	2001	2002	2003	2004
1. Абсолютно согласен	69%	66%	67%	61%	46%	42%	42%
2. Отчасти согласен	25%	30%	30%	31%	41%	42%	41%
3. Неопределенная позиция	2%	2%	2%	2%	3%	6%	9%
4. Отчасти не согласен	2%	1%	1%	3%	8%	6%	4%
5. Абсолютно не согласен	1%	1%	0%	2%	2%	4%	4%
	n=134	n=296	n=165	n=223	n=375	n=371	n=208

Во время бума процент тех, кто согласен с таким утверждением, был очень высок. В 2000 г., когда рынок достиг своего пика, 97% респондентов были «согласны», из них 67% — «абсолютно согласны». 97% согласившихся с любым утверждением в опросе — удивительный результат, особенно если это касается такого личного вопроса, как стратегия инвестирования². После того как рынок начал проседать, количество соглашающихся с указанным утверждением тоже стало сокращаться. Процент согласившихся респондентов упал с 97% в 2000 г. до 83% в 2004 г., в то время как количество тех, кто «абсолютно согласен», сократился с 67 до 42%. Вера в фондовый рынок еще сильна (могу предположить, что иррациональный оптимизм до сих пор присутствует), но уже начинает рушиться.

Во время последнего бума на рынке жилья мы с моим коллегой Карлом Кейсом в своем опросе респондентов (по методу случайной выборки) из числа недавних покупателей жилья в одном из четырех городов — Бостоне, Лос-Анджелесе, Милуоки и Сан-Франциско — задавали примерно такой же вопрос, только речь шла уже о недвижимости. На момент проведения нами опросов в 2003 и 2004 г. в Бостоне, Лос-Анджелесе и Сан-Франциско на рынке недвижимости повсюду бушевал бум, в то время как в Милуоки цены были практически так же неподвижны, как и все последние десятилетия (см. рис. 2.2). Глядя на то, как отвечали на поставленный вопрос, мы можем сравнить рынки между собой, но не во временной перспективе:

Вы согласны со следующим утверждением: «Недвижимость — наилучший вариант для долгосрочных инвесторов, кто может просто купить и держать ее, несмотря на взлеты и падения рынка»?

	Бостон	Лос-Анджелес	Милуоки	Сан-Франциско
1. Абсолютно согласен	36%	54%	29%	46%
2. Отчасти согласен	46%	35%	45%	44%
3. Неопределенная позиция	11%	8%	18%	8%
4. Отчасти не согласен	4%	2%	7%	2%
5. Абсолютно не согласен	2%	0%	1%	1%
	n=318	n=233	n=306	n=283

Возможно, нет ничего удивительного в том, что те, кто купил жилье, считали инвестиции в недвижимость лучшим вложением денег. Психологи уже доказали существование такого понятия, как «склонность принимать желаемое за действительное». Интересно другое. Количество респондентов, ответивших «абсолютно согласен», было больше в городах, где уже разразился бум, чем в Милуоки, и при этом наиболее высокий процент был в Лос-Анджелесе, где наблюдалось самое значительное увеличение цен на жилье.

Если человек считает подобные инвестиции «наилучшим вложением», у него складывается ощущение, что цены только растут, и степень уверенности в этом время от времени, а также от рынка к рынку варьируется. В нашем опросе инвесторов с высоким уровнем доходов мы задавали следующий вопрос, касающийся фондового рынка, с теми же вариантами ответов, что и в предыдущих примерах:

Насколько Вы согласны с таким утверждением: «Если на рынке случится такое же падение, как 19 октября 1987 г., то он, безусловно, через пару лет вернется на прежний уровень»?

	1996	1999	2000	2001	2002	2003	2004
1. Абсолютно согласен	38%	42%	42%	38%	29%	26%	21%
2. Отчасти согласен	44%	44%	40%	43%	44%	44%	46%
3. Неопределенная позиция	10%	5%	10%	10%	10%	12%	18%
4. Отчасти не согласен	5%	7%	9%	7%	12%	13%	11%
5. Абсолютно не согласен	2%	1%	0%	3%	5%	5%	4%
	n=135	n=292	n=164	n=222	n=372	n=367	n=208

Динамика изменения количества согласившихся с утверждением примерно совпадает с динамикой изменений на рынке. Когда фондовый рынок был почти на пике в 1999 и 2000 г., 42% респондентов были «абсолютно согласны». После того как рынок начал скатываться вниз, процент придерживающихся такого мнения также пошел на убыль и к 2004 г. сократился вдвое — до 21%. Таким образом, рынок постепенно лишался важной для него поддержки в виде уверенности широкой общественности в том, что акции — безрисковый инструмент, поскольку после падения они всегда возвращаются на прежние высоты. И все же после пяти лет неутешительных результатов вера в то, что рынок всегда отвоевывает свои утраченные позиции, до сих пор жива в душах многих людей, но есть все признаки того, что все больше людей начинают понимать, что рынок в долгосрочной перспективе не настолько безрисковый.

Любопытно, что люди сомневаются в обратном предположении: они не верят, что рынок упадет в ближайшую пару лет после своего триумфального роста³. Их вера в устойчивость рынка берет свое начало скорее в общем оптимистическом настрое и самоуверенности, чем в уверенности в долгосрочной стабильности курсов акций.

Вот некоторые доказательства того, что в 1929 г., на пике бычьего рынка 1920-х гг., многие были уверены в долгосрочности успехов фондового рынка — как и инвесторы в конце 1990-х. И хотя у нас нет данных каких-либо исследований, проведенных в то время, мы располагаем мнением современников об уверенности инвесторов в те годы. В своей книге о 1920-х гг. «Еще вчера» (Only Yesterday), выпущенной в 1931 г., Фредерик Льюис Аллен писал:

Летом 1929 г. люди оглядывались назад, в прошлое, в поисках прецедентов и успокаивались, вспоминая, как в последние годы каждое падение на рынке в итоге приводило курс акций на новый, более высокий рубеж. Два шага вперед, один шаг назад и снова два шага вперед. Так шагала рынок. Если вы продали акции, то вам оставалось лишь дожидаться очередного падения (которое случалось раз в пару месяцев) и снова купить. Но на самом деле не было абсолютно никаких причин продавать. Вы должны были в конце концов выиграть, если вкладывались в надежные акции. Создавалось впечатление, что самым умным был тот, кто просто «покупал и держал» акции⁴.

Размышления о доверии инвесторов

Важно также рассмотреть природу, а возможно, и источники изменений доверия инвесторов, что позволит нам не только понять, что происходит именно сейчас, но также и обсудить далее в главе

петли обратной связи. Мы увидим, что обратная связь, укрепляющая доверие инвесторов, происходит в условиях сложной внешней социально-психологической среды.

Откуда люди взяли, что если фондовый рынок упал, то он обязательно за пару лет вернется на прежний уровень? История точно не дает повода так думать. Существует масса примеров, когда рынки в течение долгого времени не могли прийти в себя. Вот один из них: японский индекс Nikkei до сих пор не отвоевал и половины своего пикового значения 1989 г. Посмотрите также на то, что происходило после достижения фондовым рынком своих пиков в 1929 и 1966 г., о которых мы говорили в главе 1. Но, когда рынок переживает бум, подобные негативные примеры из жизни рынка в общественном сознании не всплывают.

Одна из причин, почему последние показатели рынка отечественных ценных бумаг чаще вспоминаются инвесторами, заключается в том, что они каждый день видят перед собой курсы акций местных компаний. В 1990-х гг., в период бычьих настроений на фондовом рынке, они внимательно следили и реагировали на все происходящее на американском рынке, который рос с 1982 г. У американских инвесторов 1990-х не было такого же опыта торговли японскими акциями или работы на рынке США много лет назад. Многие обращали внимание на графики растущих курсов акций, которые они видели каждый день в газете, и казалось, что на каком-то подсознательном уровне они знают, что каждое снижение курса в итоге обернется новым максимумом. Такая способность человека распознавать образы, которую мы используем, когда, к примеру, учимся кататься на велосипеде или водить машину, позволяет нам интуитивно понять, что будет дальше, и тем самым формировать наши ожидания на рынке. В 1990-е гг. инвесторы средних лет наблюдали восходящий тренд рынка большую часть времени.

Субъективный опыт, полученный в течение длительного периода, когда падение фондового рынка постоянно сменяется возвратом утраченных позиций, оказывает серьезное психологическое влияние на наш образ мыслей, и очень трудно постфактум что-то принять и изменить. Те, кто считал, что рынок упадет и останется на дне, задумались о том, что производят плохое впечатление, из года в год ошибаясь в своих прогнозах. Те, кто раз за разом предсказывал спад на рынке, стали очень болезненно относиться к возможности потери собственной репутации из-за частых ошибок. Вследствие того что степень нашего удовлетворения собственными взглядами на мир связана с нашей самооценкой и персональной идентичностью, вполне естественно выглядит желание бывших пессимистов сменить точку зрения или, по крайней мере, представить себя общественности в ином свете. Таким образом, изменившаяся эмоциональная среда будет влиять на их взгляды и, безусловно, на выражение их мнения, что не зависит от каких-либо объективных оснований, подтверждающих или опровергающих эти взгляды.

Даже если они сами не обращали внимания на фондовый рынок до 1982 г., инвесторы эпохи бума 1990-х жили в те времена и не могли не слышать постоянных разговоров о том, что происходило на рынке. В качестве подтверждения приведу аргумент одного человека против возможности прогнозировать ситуацию на фондовом рынке из книги Дэвида Элиаса «Доу 40 000» (Dow 40,000), изданной в 1999 г.:

Сага о моем друге Джо — это пример того, что может случиться с человеком, который сидит и ждет, пока индекс Dow Jones не «скажет», что пора инвестировать. Джо начал названивать мне в 1982 г., когда Dow Jones был чуть выше 1000, пытаюсь определить правильный момент входа в рынок. Шли годы, а он продолжал искать точку отката рынка, которая должна была стать для него идеальным моментом для входа. На сегодняшний день Джо, которому уже исполнилось 62 года, продолжает сидеть и ждать, храня свои деньги в банковских депозитных сертификатах. Он пропустил весь цикл бычьего рынка и все важные вехи его пути наверх в тысячи пунктов. Но даже сейчас Джо так и не понял, что не существует такого понятия, как идеальное время. После того как рынок оправляется от очередного отката, он чаще всего взбирается на новые вершины⁵.

В этом пассаже есть некая поверхностная убедительность, особенно если рассматривать его вместе с примером, иллюстрирующим воздействие сложного процента при высоком уровне доходности (как это было на фондовом рынке на момент написания книги), предполагая, что рынок ценных бумаг — это шанс по-настоящему разбогатеть. Именно так и поступил Элиас, поместив это в следующем

параграфе своей книги. Рассказ написан с трогательной непосредственностью, свойственной историям об ошибке водителя, которая привела к серьезной аварии, или о пользе требовать от босса прибавки к зарплате.

Причина, почему аргументация, построенная на подобной истории, столь привлекательна, заключается в том, что, представляя успешное вложение денег больше как процесс овладения собственными внутренними порывами, чем как результат оценки текущей ситуации, автор заставляет читателя не обращать внимания на то, что происходит на рынке сегодня. Обычные люди много размышляют о том, как контролировать свои порывы. Например, о том, как заставить себя эффективно работать, а не растрачивать силы направо и налево, или как не набрать вес. Поэтому аргументы, отсылающие ко всякого рода примерам самоконтроля, имеют больший резонанс, чем статьи о динамике коэффициента цена-прибыль. Аргументация Элиаса апеллирует к чувству, которое можно назвать болью разочарования, к причинам эмоционального порядка, которые мы сейчас испытываем, инвестируя. Я еще вернусь к этому в этой главе. Когда аргументы настолько отделены от анализа накопленной информации, единственный способ влияния реальных данных на взгляды человека — это неопределенное чувство, возникшее после поверхностного просмотра самых последних данных, показывающих, что рынок всегда отыгрывает спад.

СМИ регулярно рассказывают о счастливых инвесторах, вложивших в свое время деньги в акции. В этих историях прослеживается четкий посыл читателю, что он тоже может так сделать. Приведу лишь один из множества примеров — статью из *USA Weekend*, общенационального газетного приложения, под названием «Как (действительно) можно разбогатеть в Америке» (How to (Really) Get Rich in America), опубликованную в 1999 г. Материал построен на нескольких примерах успешных инвестиций и гипотетической истории 22-летней выпускницы колледжа, которая зарабатывает в год \$30 000 и реальные доходы которой ежегодно увеличиваются на 1%. «Если она будет откладывать 10% заработанных средств и инвестировать их в индексный фонд S&P, то к моменту выхода на пенсию в 67 лет ее чистые активы составят \$1,4 млн в сегодняшних ценах»⁶. Данные расчеты предполагают, что безрисковая реальная (скорректированная на инфляцию) доходность индексного фонда S&P составляет 8%. Но здесь ни слова не сказано о том, что со временем доходность может уменьшиться и что инвестор может и не стать миллионером. Еще одна статья с очень схожим заголовком «Все должны быть богатыми» (Everybody Ought to Be Rich) появилась в *Ladies' Home Journal* в 1929 г.⁷ В ней были представлены несколько похожих расчетов и также опущен вопрос возможности того, что в долгосрочной перспективе может пойти что-то не так. Статья получила печальную известность после катастрофы на рынке в 1929 г.

Подобные убедительные обсуждения потенциала фондового рынка редко носят абстрактный характер — они разворачиваются на фоне историй об успешных и неуспешных инвесторах и зачастую имеют оттенок морального превосходства первых над вторыми. Общество все больше восхищалось теми, кто спокойно и не торопясь делал деньги, не обращая внимания на колебания рынка. Эта тема легла в основу многих популярных книг. Самой известной из них является книга «Ваш сосед — миллионер: невероятные тайны богатства в Америке» (The Millionaire Next Door: The Surprising Secrets of America's Wealthy), написанная Томасом Стэнли и Уильямом Данк, которая в течение 88 недель с момента своего выхода в 1996 г. оставалась в списке бестселлеров (среди книг в твердой обложке) газеты *New York Times*, а затем уже в версии «мягкая обложка» не покидала списка *Times* вплоть до конца мая 2001 г., т.е. до того момента, когда рынок уже прошел свой пик. Книга, расхваливающая такие человеческие достоинства, как терпение и бережливость, была распродана тиражом более миллиона экземпляров⁸.

Следует отметить, что такие истории о терпеливых инвесторах были не только в Соединенных Штатах. В Германии в 1999 г. в своем бестселлере «Путь к финансовой свободе. Первый миллион за семь лет» (The Road to Financial Freedom: A Millionaire in Seven Years) Бодо Шефер предлагает инвесторам концепцию семилетнего горизонта, а его первое из «десяти золотых правил» гласит, что любой спад на фондовом рынке должен вскоре смениться ростом. Новое издание книги вышло в 2003 г., но в этот раз без подзаголовка «Первый миллион за семь лет», очевидно, потому, что прошло уже четыре года, а читатели в большинстве своем были далеки от того, чтобы стать миллионерами. Другая

немецкая книга, также вышедшая в 1999 г., «Без страха перед кризисом. Почему акции — лучшие долгосрочные инвестиции» (No Fear of the Next Crash: Why Stocks Are Unbeatable as Long-Term Investments), написанная Берндом Нике, полностью посвящена вопросу, почему инвесторы, терпеливо вкладывающие в акции, всегда выигрывают⁹.

Рассматривая распространенную уверенность в рынке как 1990-х, так и 1920-х гг. и пытаясь понять, что в то время чувствовали люди, важно помнить, что, как правило, уверенность в фондовом рынке, которую мы наблюдаем, не связана с теми условиями, в которых она развивается. К примеру, Сьюз Орман создала себе отличную репутацию, делая акцент на том, что для того, чтобы добиться успеха, необходимо делать определенные шаги в эмоциональном и духовном плане. Начиная с 1990-х гг. Орман стала чрезвычайно успешным консультантом по инвестициям и автором таких бестселлеров, как «Девять шагов к финансовой свободе» (The 9 Steps to Financial Freedom, 1997) и «Смелость быть богатым. Жизнь в материальном и духовном изобилии» (The Courage to Be Rich: Creating a Life of Material and Spiritual Abundance, 1999), а после 2002 г., по завершении пика фондового рынка, она запустила на кабельном телеканале собственное ТВ-шоу The Suze Orman Show. Ее главный совет — избавиться от долгов и вложиться в акции, но при этом она не заикливается на своем примере с нормой доходности в 10%, подчеркивающим силу сложного процента. Большую часть ее аудитории, по всей видимости, интересует ее духовный посыл, а ее мысли о наличии у них трудностей со сбережениями абсолютно верны и требуют от них внимания. Ее предположение, что рынок будет всегда обеспечивать доходность на уровне 10% годовых, — это не более чем некая базовая информация, которую зрители и читатели не будут изучать: у них на это нет ни времени, ни желания. Повторяя это предположение, она и другие консультанты придают таким образом ему статус общепринятой точки зрения.

Исследования ожиданий

В опросах американских частных и институциональных инвесторов с высоким уровнем дохода, которые мы проводили с 1989 г., а теперь это делается под эгидой Йельской школы менеджмента, мы обнаружили определенные доказательства изменений в ожиданиях от фондового рынка. Мы задаем инвесторам открытые вопросы об их ожиданиях в отношении индекса Dow Jones для различных временных горизонтов. Мы не просим их выбирать из категорий или диапазонов повышения курса; они сами предлагают свой вариант ответа без наших подсказок. В опросе частных инвесторов, проведенном в 1989 г., среднее ожидаемое годовое изменение индекса Dow Jones составило 0%. В 1996 г. — 4,1%; в 2000 г. — 6,7%; и в 2001 г. — 8,4%. Таким образом, средний уровень ожиданий для фондового рынка показывал значительные темпы роста с 1989 г. до момента достижения пика в 2000 г. После этого в 2004 г. ожидания частных инвесторов снизились где-то до уровня 6,4%. Институциональные же инвесторы не демонстрировали подобных перемен в ожиданиях, возможно, потому, что их более высокий профессионализм побуждает их доверять авторитетному анализу ожиданий, которым они делятся и с другими.

Некоторых может удивить то, насколько скромны были высказанные частными инвесторами средние ожидания — отсутствие какого-либо роста рынка в 1989 г. и ожидание роста всего в 8,4% даже после достижения рынком своего пика. Это как-то плохо вписывается в рамки традиционных предположений о том, что на рынке присутствует иррациональный оптимизм. Но, глядя на ответы частных инвесторов, становится очевидным, почему средние значения настолько низки. В 1989 г. 34% опрошенных частных инвесторов заявили, что рынок в следующем году будет *падать*, и многие из них предсказывали значительное снижение. Частные инвесторы, считавшие, что падения не будет, говорили о своих ожиданиях роста в среднем 10%. Благодаря большому количеству пессимистов общие средние ожидания получились равными нулю.

В 1996 г. процент частных инвесторов, заявивших, что рынок упадет, снизился до уровня 29%. Но среди тех, кто считал, что рынок не упадет, средние ожидания роста на следующий год были практически такими же, как и в 1989 г., — 9,3%. Благодаря же меньшему количеству пессимистично настроенных инвесторов общий средний показатель ожиданий вырос по сравнению с 1989 г.

К 2001 г. количество частных инвесторов, прогнозирующих падение рынка, снизилось еще больше — до 7,4%. Средние же ожидания тех, кто верил в рост рынка, вновь почти не изменились: 10,1%. Резко сократившееся число пессимистов привело к увеличению общих средних ожиданий — до 8,4%.

К 2004 г. количество частных инвесторов, настроенных на падение рынка, было еще меньше, чем в 2001 г., — 7,1%. Средний же уровень прогнозов снизился по отношению к уровню 2001 г. из-за более скромных ожиданий тех, кто считал, что рынок будет расти, до 7,3%.

Кажется, что в большинстве своем ожидания роста практически оставались неизменными, — как сказали бы эксперты, на уровне среднестатистической доходности — но менялось количество респондентов, которые считали, что рынок ждет падение. Это свидетельствует о том, что растущий иррациональный оптимизм до момента достижения рынком своего пикового уровня выражался в снижении страха перед его падением.

Неудивительно, что мало кто отвечал, что они ждут роста рынка в следующем году в 20–30%. Чисто инстинктивно, когда рынок был близок к пику, некоторые из них, вне всяких сомнений, ожидали такого роста. Но подобный ответ нельзя было бы считать заслуживающим доверия, как нельзя было бы о нем узнать в СМИ в качестве мнения экспертов. Поэтому говорили, что рынок продолжит демонстрировать ту же удивительную доходность — на уровне средних показателей последних 30 и даже более лет. Кроме того, возможны были и рискованные предположения, что на рынке будет коррекция. Об этом говорили и журналисты. Отсюда и прогнозы падения рынка у респондентов. Действительно ли люди верили в то, что писали, отвечая на вопросы анкеты? Возможно, что большинство из них просто не знали, на чье мнение положиться, и, возможно, они считали, что в собственные ответы следует верить, но при этом испытывали сомнения и надежды, о которых в опросах не было речи.

Индекс инвестиционного оптимизма, рассчитываемый UBS (ранее называвшийся индексом PaineWebber/Gallup — до того как UBS приобрел компанию PaineWebber в 2000 г.), в тот момент, когда рынок был почти на пике, показывал намного более оптимистичные средние прогнозы частных инвесторов. Их опросы, проведенные в июле 1999 г., показывают, что данная категория инвесторов в последующие 12 месяцев ожидала рост доходности в среднем на 15%. Это выглядит как весьма оптимистичные ожидания на рынке, значительно превосходящие результаты наших опросов. Разница, возможно, связана с тем, что сами вопросы формулировались несколько иначе. Они спрашивали: «Если взглянуть на фондовый рынок в целом, на какую доходность могут рассчитывать частные инвесторы в ближайший год?» Мы же спрашивали: «На сколько процентов в ту или иную сторону, на ваш взгляд, изменится рынок в следующем году (используйте „+“ перед числом, если вы ожидаете рост, или „–“, если ожидаете снижение; оставьте графу пустой, если не знаете, что писать)». Далее в опроснике следовали графы с прогнозом промышленного индекса Dow Jones на один, три, шесть месяцев, год и десять лет, в которые следовало вписать свои ответы. Обратите внимание на разность формулировок этих двух вопросов. UBS/Gallup спрашивал своих респондентов о доходности в процентном выражении. Мы спрашивали об изменении курса акций в процентах. Существенная разница между ними заключается не только в том, что, когда говорится о доходности, сюда включаются также дивиденды, тогда как при изменении курса они не учитываются. Если респондентов спрашивают, какова будет доходность рынка, вопрос сам по себе подталкивает к положительному ответу. В нашем же случае сразу указывается, что ответ может быть и отрицательным.

Ответы на вопросы анкеты, вполне возможно, весьма чувствительны к формулировке самих вопросов. Если в течение долгого времени используются одни и те же вопросы, то изменения в ответах со временем должны стать индикатором изменений в ожиданиях. Несмотря на разницу в методологии опросов, как у нас, так и у UBS базовые вопросы остаются неизменными. Индекс инвестиционного оптимизма, рассчитываемый UBS, подтверждает сделанный нами вывод на основе собственного опроса: по мере приближения к пику люди становились все более оптимистичными в отношении фондового рынка.

Размышления об ожиданиях и эмоциях инвесторов

Обычно экономисты предпочитают моделировать ситуации, при которых люди принимают взвешенные инвестиционные решения, исходя из ожиданий будущих изменений курса и оценки риска на основе сравнения альтернативных инвестиций. На самом деле типичное решение инвестора о том, сколько вложить в акции, а сколько — в другие активы, такие, как облигации, недвижимость и прочие инвестиционные инструменты, чаще всего основано далеко не на тщательных расчетах. Инвесторы редко изучают прогнозы доходности тех или иных активов и проводят оценку вероятности их исполнения.

Отчасти это связано с тем, что инвесторы обычно считают, что эксперты понятия не имеют, как изменятся цены на те или иные активы и каков риск по каждому из них. В конце концов, эксперты постоянно спорят друг с другом, поэтому легко можно предположить, что частные инвесторы приходят к выводу, что они ничего не потеряют, если не будут обращать внимание на то, что те говорят о каждом из активов. Вот почему инвесторам следует в своих суждениях исходить из базовых принципов, по которым большинство экспертов не имеют разногласий.

Доказательства, приводимые экспертами в своих прогнозах доходности по широкому классу активов, большинству людей малопонятны. Эксперты говорят о возможных изменениях в денежно-кредитной или фискальной политике, об отклонениях кривой Филлипса или неточностях в указаниях совокупного дохода, вызванных инфляцией и традиционным составлением финансовой отчетности. Большинство частных инвесторов мало интересуется подобного рода «эзотерикой».

И все же инвесторам необходимо принимать решения. Какие факторы могут повлиять на вас при принятии решения о том, сколько вложить в акции? Ощущение, что рынок акций — «единственное стоящее место» для инвестиций, возникшее на эмоциональном уровне, может на данном этапе сыграть решающую роль.

Все знают, что динамика курса акций на рынке последних лет *может* повториться. Возможность выглядит весьма реальной, как и возможность значительной коррекции. Но какое решение принять? Что думает человек, когда он поздно вечером узнает, что ему нужно заполнить заявление на размещение пенсионных накоплений, а он уже устал и его раздражает, что ему надо принять такое важное решение, не имея достаточной информации?

Конечно, все зависит от того, имеет ли человек инвестиционный опыт. Если он был далек от рынка и не участвовал, как другие, в программах распределения прибыли, он может начать сокрушаться. Сожаление — это эмоция, которая по словам психологов, служит сильной мотивацией¹⁰.

Зависть к тем, кто заработал на фондовом рынке больше, чем вы на своей работе за последний год, достаточно болезненна для человека, особенно для его эго. Если они действительно умнее и осведомленнее, вы чувствуете себя отсталым от жизни человеком. Если они не умнее, а удачливее — фортуна на их стороне — это не намного лучше. Можно всегда найти спасительное оправдание, что другие более успешны только благодаря своей удачливости, а все ваши неудачи — злой рок. Но как красноречиво сказал Нассим Талеб в своей книге «Одураченные случайностью» (Fooled by Randomness), наши эмоции мешают нам рационально подходить к нашим ошибкам, нас постоянно преследует зависть к чужим успехам¹¹.

Кто-то подумает, что если сможет еще год поиграть на фондовом рынке, предполагая, что его рост продолжится, то это поможет ему избавиться от болезненного сожаления. Безусловно, не исключается и возможность падения рынка. Но как человек оценивает вероятные эмоциональные затраты при возможных потерях в момент принятия решения о размещении своих денежных средств между активами?

Можно предположить, что потенциальные потери будут иметь для эго менее ощутимые последствия, чем они были бы при игнорировании рынка акций. Конечно, все, вероятно, осознают степень риска выхода на рынок в момент, когда он начинает показывать нисходящий тренд. Но с психологической точки зрения цена возможных потерь, скорее всего, будет не выше, чем ранее испытанное неподдельное огорчение по поводу упущенной прибыли. Следовательно, несмотря на существование множества других способов переубедить себя в том, что ты — не неудачник (к примеру, вспомнить о том, что еще важно быть хорошим другом или подругой, мужем или женой, отцом или

матерью или сосредоточиться на базовых жизненных ценностях), есть лишь единственное, действительно эмоционально правильное решение — взять и выйти на рынок.

Конечно, если человек уже инвестирует в акции и теперь решает, остаться на рынке или нет, то тогда эмоциональное состояние будет совсем другим. Он доволен и, возможно, горд за свои прежние достижения, и, конечно же, чувствует себя богаче. Он ощущает себя игроком, сорвавшим банк, который теперь «играет на выигранные деньги» и поэтому в эмоциональном плане ничего не теряет, если снова «сделает ставки»¹².

Эмоциональное состояние инвесторов при принятии решений о вложении средств в активы, несомненно, один из важнейших факторов в условиях бычьего рынка. Несмотря на то что их эмоциональное состояние может быть отчасти следствием факторов, описанных в предыдущей главе, таких как излишняя меркантильность и индивидуализм, на него также существенно влияет психологически сильный восходящий тренд на рынке.

Рынок в зоне общественного внимания

Со временем уровень общественного интереса и внимания к тому, что происходит на рынке, существенно меняется — интерес общества скачет от одной важной темы к другой. Внимание переключается с историй о Жаклин Кеннеди к принцессе Диане, затем к Марте Стюарт. Интерес к событиям на фондовом рынке дрейфует по такому же принципу — все зависит от качества истории.

Ряд писателей отмечали, что в 1929 г. к фондовому рынку было приковано повышенное внимание инвесторов. Джон Кеннет Гэлбрейт в своей книге «Великий крах 1929 года» (*The Great Crash: 1929*) писал:

К лету 1929 г. тема фондового рынка стала главной не только в новостях. Она также опережала все остальное и в культурном пространстве общества. Те немногие ценители, которые всегда интересовались трудами Фомы Аквинского, Пруста, работами по психоанализу и психосоматике, стали говорить о United Corporation, United Founders and Steel. Только самые эксцентричные натуры абстрагировались от фондового рынка и погрузились в изучение вопросов самовнушения и коммунизма. Среди обитателей Мейн-стрит (центральная улица в любом американском городе. — *Прим. пер.*) всегда был кто-то, кто со знанием дела рассуждал о покупке или продаже акций. Теперь он стал признанным экспертом¹³.

То, что общественное внимание было приковано к фондовому рынку в конце 1920-х гг., подтверждают и другие многочисленные комментарии подобного рода. Но следует учитывать и то, что в приводимых Гэлбрейтом аргументах присутствует некоторое журналистское преувеличение, которого он не смог избежать, поскольку работал над книгой в самый разгар событий. Но все же Гэлбрейт был на правильном пути, описывая направление изменений в те времена.

Если взять подшивку «Читательского путеводителя по периодической литературе» (*Reader's Guide to Periodical Literature*) и год за годом проследить, о чем писали в 1920-е гг. газеты и журналы, мы увидим, что лишь ничтожная доля статей (менее 0,1%) была посвящена фондовому рынку. Люди думали о чем угодно, только не о рынке. Однако следует отметить, что количество публикуемых статей о фондовом рынке к концу десятилетия все же выросло. Если в 1924–1924 гг. таких статей было 29, или 0,025% от общего количества, то в 1924–1928 гг. — уже 67, или 0,035%, а в 1929–1932 гг. — 182 статьи, или 0,093%. Таким образом, за 1920-е гг. в процентном соотношении статей о фондовом рынке стало больше почти в четыре раза.

Просмотр «Читательского путеводителя» за время последнего долгосрочного бычьего тренда на рынке показывает аналогичное изменение интереса к рынку ценных бумаг, хотя количество статей о нем было больше, чем в 1920-е гг. В 1982 г., когда рынок находился еще в своей нижней точке, ему было посвящено 242 статьи, или 0,194% от общего количества. В 1987 г., в год падения рынка, было опубликовано 592 статьи, или 0,364% всех статей, что почти в два раза больше. После этого интерес снова немного угас, и в 1990 г. было опубликовано всего 255 статей, или 0,171% от их общего количества. В течение 1990-х рост количества статей возобновился, но был неравномерным. В 2000 г. о фондовом рынке был написан 451 материал — 0,254% от всего количества опубликованных статей.

После достижения рынком своего пика в 2000 г. статей вновь стало меньше. В 2003 г. в СМИ появилось лишь 327 статей (0,175%), практически столько же, сколько было в 1990 г.

Еще одним доказательством роста внимания потенциальных инвесторов к рынку является увеличение количества создаваемых инвестиционных клубов, о чем говорят данные Национальной ассоциации инвесторов (NAIC). Инвестиционные клубы представляют собой небольшие группы людей, которые, как правило, проводят свои встречи по вечерам в доме кого-то из членов клуба и совместно инвестируют небольшие суммы, обычно на фондовом рынке, ради развлечения и получения новых знаний в этой области. NAIC была основана четырьмя инвестиционными клубами в 1951 г. — в самом начале бычьих настроений на рынке 1950-х гг. К 1954 г. количество клубов выросло до 953, а в 1970 г. (почти в верхней точке рынка) достигло своего пика — 14 102. Но вместе с падением рынка поредели ряды и инвестиционных клубов, и в 1980 г. (когда рынок почти достиг своего дна) их было всего 3642. Сокращение составило 74%. К 1999 г. количество клубов вновь выросло, значительно превысив свой прежний уровень, — до 37 12914. Но к 2004 г. их стало меньше на 37% — 23 360. Заслуживает внимания прослеживаемая связь между количеством инвестиционных клубов и ситуацией на фондовом рынке. Это подтверждает, что внимание инвесторов к рынку растет в период бычьих настроений и падает, когда туда приходят медведи. После 2000 г. сокращение количества клубов было ниже, чем с 1970 по 1980 г., что говорит о том, что в 2004 г. у инвесторов еще не так сильно угас интерес к рынку. Это вполне соотносится и с менее значительным падением коэффициента цена-прибыль после 2000 г.

После начала бума на рынке жилья в конце 1990-х и достижения фондовым рынком своего пика в 2000 г. на смену традиционным инвестиционным клубам постепенно пришли группы инвесторов в недвижимость. Поддерживаемые в США Национальной ассоциацией инвесторов в недвижимость (NREIA), основанной в 1993 г., они напоминали инвестиционные клубы, только специализировались на недвижимости, а не на акциях. Веб-сайт NREIA рисует радужные перспективы инвестиций в недвижимость.

Когда кто-то добивается успехов в какой-либо области, вполне естественно, что он начинает использовать различные новшества и развивать свои навыки в надежде еще больше преуспеть в этом деле. Проводя исследование, посвященное инвесторам, перешедшим с торговли по телефону на онлайн-трейдинг, и сравнивая их с инвесторами, которые продолжают использовать телефон для проведения своих сделок, экономисты Брэд Барбер и Терренс Один обнаружили, что те, кто решил перейти на новый способ заключения сделок, отличались тем, что в среднем «переигрывали» рынок более чем на 2% годовых. После же перехода на онлайн-трейдинг они стали торговать активнее и рискованнее и в итоге ежегодно отставали от рынка на 3%¹⁵. Подобное открытие может быть интерпретировано как результат самонадеянности людей, успехи которых в прошлом подталкивают к увеличению постоянных затрат на изучение премудростей онлайн-трейдинга. Обретя нужные возможности и направив их на собственное благо, они, вероятно, в течение последующих нескольких лет смогут больше внимания уделять рынку, чтобы проверить, как инвестиции в полученные навыки «окупаются».

Практически на пике рынка, в 1999 г., складывалось впечатление, что о фондовом рынке говорили на каждом углу. В то время я любил играть с женой в одну игру: когда мы шли в ресторан, я предсказывал, что кто-нибудь за соседним столиком обязательно заведет разговор о фондовом рынке. Нет, я не подслушивал чужие разговоры, но у меня выработалась привычка улавливать словосочетание «фондовый рынок». Как правило, я его не пропускал. Тема фондового рынка рассматривалась тогда как общепринятое начало любого разговора. Это было из разряда приятных тем. Спустя пять лет она перестала быть таковой и расценивалась как некая бестактная попытка вторгнуться с сугубо деловой темой в обычную светскую беседу. К 2004 г. в разговорах все чаще можно было услышать обсуждение вопросов рынка жилья. Разница между 1999 и 2004 гг. была еле уловима, но налицо были значительные изменения в настроениях инвесторов.

Теория обратной связи и пузыри

В теории петли обратной связи исходное повышение курсов (вызванное, к примеру, различными факторами, о которых мы говорили в предыдущей главе) ведет к еще большему росту курсов, поскольку возникает обратная связь и исходное повышение курса приводит к увеличению спроса со стороны инвесторов и, соответственно, стимулирует дальнейший рост курса. Второй цикл роста курса порождает третий, затем четвертый и т.д. Таким образом, влияние стимулирующих факторов на первоначальном этапе выливается в более значительное повышение курса, чем предполагалось самими факторами. Подобные петли обратной связи могут быть фактором не только с точки зрения стимулирования бычьих и медвежьих трендов на фондовом рынке, но также, с некоторой разницей в частностях, для взлетов и падений рынка жилья и частных инвестиций.

Термин *обратная связь* знаком тем, кто по роду своей деятельности связан с техникой и знает о причинах возникновения подобного эффекта. Один из известных примеров: вы берете микрофон (в который поступает звук и затем передается дальше уже в виде электрического сигнала) и встаете рядом с акустической системой (которая преобразует электрический сигнал в звук). В результате раздастся жуткий свист, сила и тональность которого со временем будут меняться. Причина такого свиста лежит в возникающем эффекте обратной связи от микрофона к динамику, от него опять к микрофону и так по кругу много раз. Вариации свиста — естественное следствие систем обратной связи, которые, по сути, состоят из сложной цепи динамиков. Такая система работает по тому же принципу, что и обратная связь на фондовом рынке, которая и надувает пузыри. Единственное различие — скорость реакции. Обратная связь между микрофоном и акустической системой намного быстрее и измеряется буквально в миллисекундах, тогда как на фондовом рынке речь идет о днях, месяцах и годах.

Чтобы лучше понять суть обратной связи, можно провести эксперимент. Возьмите микрофон и встаньте рядом с динамиком, но при этом сохраняйте полную тишину. Никакого свиста. Нет исходного звука, поэтому нечего возвращать и обратно. Но если вы хлопнете в ладоши, появится свистящий звук, и спустя какое-то время он начнет жить своей жизнью. Свист может на некоторое время увеличиться, а потом затихнуть. Очевидно, что эти звуки возникли в результате хлопка и могли длиться в течение продолжительного времени после него. Колебания звука в конечном счете вызваны влиянием стимулирующего фактора — хлопка, но их продолжительность объясняется самим механизмом обратной связи, а не исходным звуком. Когда же мы наблюдаем различные вариации в обратной связи акустической системы в обычной комнате, где присутствует множество различных, возможно даже, слабоуловимых звуков, нарушающих равновесие, мы, как правило, не можем понять их источник. Стимулирующие звуки могут возникать в разное с вариациями обратной связи время, поэтому их причинно-следственную связь можно и не увидеть. На спекулятивных рынках происходит то же самое, только эффект обратной связи длится годами. Внешние факторы, которые запускают обратную связь, могут быть настолько отдалены по времени, что кажется: они вряд ли способны влиять на изменение курсов.

Теория обратной связи, как я уже отмечал, широко известна, но мало кто использует термин *петля обратной связи*, описывая данное явление. Это научный термин, применяемый для обозначения того, что чаще всего называют «порочный круг», «самореализующееся пророчество», «эффект подражания». И хотя термин *спекулятивный пузырь* имеет не одно значение в общественном понимании, все же обычно его связывают также с понятием обратной связи.

В наиболее популярной версии теории обратной связи, которая опирается на *адаптивные ожидания*, обратная связь возникает вследствие того, что прошлые повышения курсов стимулируют возникновение ожиданий повышения и в будущем¹⁶. По другой версии теории, обратная связь возникает вследствие повышения доверия инвесторов как ответной реакции на предыдущие повышения курсов. Как правило, подобная обратная реакция возникает в большей степени в ответ не на одно внезапное повышение курса, а на целую последовательность таковых.

Доказательства, приведенные в начале главы, подходят как к версии теории с адаптивными ожиданиями, так и к варианту с растущим доверием инвесторов. Обе версии теории играют важную роль в текущей ситуации на фондовом рынке. Обратная реакция может также возникнуть и вследствие причин эмоционального характера — причин, не связанных ни с ожиданиями, ни с уровнем доверия. Эффект «игры на выигранные деньги», как мы уже обсуждали, может привести к своего рода обратной

связи: подобные настроения могут снизить желание инвесторов продавать свои акции после повышения их курса, таким образом усиливая влияние стимулирующих факторов на него¹⁷. Динамика курсов в прошлом, в зависимости от контекста, может обладать большим влиянием на эмоциональном уровне.

В конечном счете существует множество видов обратной связи. Основным видом является обратная связь «цена — цена»: повышение курса ведет к росту активности инвесторов, и в итоге возникает обратная реакция в виде дальнейшего увеличения курса. Другой вид обратной связи — «цена — ВВП — цена»: увеличение прибыли, приносимой фондовым рынком или рынком жилья, приводит к росту благосостояния и, соответственно, расходов на такие предметы потребления и инвестиций, как вновь построенные дома, предприятия и оборудование. Реакция на повышение инвестиционной стоимости тех или иных активов называется «эффект богатства». Данный эффект работает как в случае с фондовым рынком, так и с рынком жилья¹⁸. Увеличение расходов влияет на размер ВВП, а картина новых экономических успехов подталкивает людей активнее инвестировать на различных рынках. Общество интерпретирует рост уровня ВВП как свидетельство здоровой и сильной экономики, а не надувающегося пузыря, что на самом деле и является его первопричиной. Еще один вид обратной связи — «цена — доходы компаний — цена». Повышение курса акций на фондовом рынке подвигает людей больше тратить, что стимулирует рост корпоративной прибыли, а это, в свою очередь, интерпретируется как хорошие новости относительно самих компаний. В итоге люди начинают еще оптимистичнее смотреть на фондовый рынок и в конце концов своей игрой стимулируют рост курсов акций.

В основе такой обратной связи лежит широко распространенное заблуждение о важности спекулятивной составляющей экономики. Люди привыкли думать, что существует такое базовое понятие, как «здоровье» экономики, и когда фондовый рынок, ВВП или прибыли компаний растут, то экономика, не больше и не меньше, становится «здоровее».

Создается впечатление, что люди обычно думают, что экономика поражена каким-то «недугом», сродни влиянию землетрясений или упавшего метеорита, или переживает внутренние внезапные прорывы в той или иной области, например в сфере технологий, и динамика изменений на фондовом рынке, ВВП или прибыли компаний — это прямое отражением подобных шоков. Да, экономика порой переживает подобные потрясения. Но люди, кажется, не отдают себе отчета, насколько их собственное поведение, как составляющая сложной системы обратной связи, управляет экономикой.

Независимо от того, о какой теории обратной связи идет речь, спекулятивный пузырь не может расти вечно. Спрос инвесторов на спекулятивные активы не может расти до бесконечности, и когда он наконец перестанет расти, курс также застынет в своем движении вверх. Согласно популярной версии теории обратной связи на основе адаптивных ожиданий, в этой точке нас ожидает падение на рынке, прорыв пузыря, так как инвесторы больше не рассчитывают на то, что курс и дальше будет расти, и поэтому они не видят особых причин к тому, чтобы и дальше держать акции. Однако другие версии теории обратной связи не предполагают *внезапного* прорыва пузыря, поскольку в основе их не лежит идея постоянно растущих цен (курсов).

Действительно, даже исходя из наиболее популярных версий теории обратной связи, нет особых причин ждать, что пузырь *тут же* лопнет. В показателях спроса со стороны инвесторов может присутствовать некоторый шум, непредсказуемость ответной реакции на прошлые изменения курсов, некоторая нехватка синхронности в действиях инвесторов. Кроме того, искушение войти или, наоборот, уйти с рынка, которое возникает в результате изменений курса, как правило, основано не только на самом последнем скачке курса. Скорее всего, инвесторы, решая, соблазниться последними показателями рынка или нет, подвергнут анализу изменение курса на протяжении последних дней, недель и даже месяцев. Таким образом, простая теория обратной связи совместима с ценовой моделью, в которой можно увидеть множество вмешательств и колебаний¹⁹.

Любая теория обратной связи предполагает, что мы можем также столкнуться с возникновением *отрицательных* пузырей, когда обратная связь возникает в результате нисходящего движения, т.е. падение первоначального курса отпугивает инвесторов, что приводит к дальнейшему снижению курса и т.д.²⁰ (Термин *отрицательный* пузырь всегда напоминает мне запечатанную пластиковую бутылку

содовой, заполненную теплым воздухом, стенки которой по мере охлаждения вдавливаются вовнутрь, а после открытия крышки бутылка принимает первоначальную форму. Хотя подобное сравнение не более уместно, чем сравнение различных спекуляций с мыльными пузырями.) Курс продолжает падать до тех пор, пока дальнейшее его снижение не покажется маловероятным, и в этой точке у людей не будет причин не покупать акции, а значит, отрицательный пузырь вновь начнет принимать обычную форму, даже притом, что, как и в случае с положительными пузырями, скорее всего, внезапного взрыва не будет.

Результатом динамического воздействия петли обратной связи может стать сложное и даже произвольное поведение. Так называемые генераторы случайных чисел, применяемые в ряде компьютерных программ, представляют собой не что иное, как простые нелинейные петли обратной связи, и даже некоторые очень простые петли обратной связи показали, что способны вызывать поведение настолько сложное, что в нем можно предположить даже наличие хаотичности. Если допустить, что в экономике существует множество различных петель обратной связи и множество стимулирующих факторов, то напрашивается вывод, что явная хаотичность фондового рынка, тенденция к совершению резких движений в отсутствие каких-либо видимых причин, в конце концов, не столь уж необъяснимая вещь. Раздел математики, изучающий нелинейные петли обратной связи, который носит название *теория хаоса*, может помочь в понимании сложности поведения фондового рынка²¹.

Понимание сути обратной связи и пузырей у инвесторов

Теория обратной связи в применении к спекулятивным пузырям настолько известна, что уже стала частью массовой культуры. И вполне естественно задаться вопросом, как влияет понимание сути пузырей обществом на сам пузырь. Очевидно, что пузыри могут существовать только потому, что люди *считают* их временным явлением и хотят с ними немного поиграть.

В рамках опроса профессиональных инвестиционных менеджеров, проведенного в апреле 1999 г., менее чем за год до пикового значения, достигнутого рынком в 2000 г., журнал *Barron's* спрашивал своих респондентов: «Не представляет ли собой фондовый рынок сегодня спекулятивный пузырь?» 72% опрошенных сказали «да» и только 28% — «нет»²². Это достаточно весомое доказательство того, что многие люди понимали, что на рынке был пузырь.

Под эгидой Международного финансового центра при Йельском университете на основе наших данных я построил множество индексов доверия инвесторов. Один из них, который мы называем «индексом доверия к оценке рынка», показывает количество респондентов, считающих, что рынок не переоценен. Вопрос был сформулирован следующим образом: «Курс акций в Соединенных Штатах в сравнении с действительной или разумной инвестиционной стоимостью: (1) занижен; (2) завышен; (3) справедливый; (4) не знаю».



Рис. 4.1. Индекс доверия к оценке рынка, 1989–2004 гг.

Процент респондентов, считающих, что фондовый рынок не переоценен, 1989–2004 гг.: институциональные инвесторы (жирная линия), частные инвесторы с высоким уровнем доходов (тонкая линия)²³.

Источник: Исследования автора до 2000 г., последующие исследования Йельского международного финансового центра.

Индекс доверия к оценке показывает количество респондентов, выбравших ответ 1 («занижен») или 3 («справедливый»), как и процентное соотношение тех, кто выбрал 1, 2 или 3. Этот вопрос у меня неизменно стоит первым в опроснике, начиная с 1989 г. На рис. 4.1 показано, как изменялся индекс доверия к оценке рынка со стороны частных и институциональных инвесторов с 1989 г. На протяжении 1990-х доверие к оценке рынка падало как у частных, так и у институциональных инвесторов — в итоге индекс достиг своего дна накануне достижения фондовым рынком своего пика в 2000 г. По мере спада на рынке индекс откатился практически до своих позиций 1989 г. К 2003 г., когда курсы акций на рынке были достаточно низки, люди уже не считали его переоцененным. Такое поведение индекса доверия к оценке еще раз доказывает, что к 2000 г. на фондовом рынке образовался пузырь. Особенно стоит отметить тот факт, что люди в 2000 г. уже не верили рынку.

Тем не менее было бы неправильно думать, что большинство людей четко понимали, что процесс обратной связи идет полным ходом благодаря психологии инвесторов, и они осознанно участвовали в этом пузыре, надеясь покинуть его прежде, чем он лопнет. Профессиональные инвестиционные менеджеры, опрашиваемые журналом *Barron's*, по своему уровню подготовки были немного более сведущими, чем рядовые инвесторы. Последние, скорее всего, считали, что рынок, *возможно*, переоценен и, *возможно*, нестабилен, но у них не было четкой картины динамики изменения пузыря.

В наших опросах покупателей жилья в городах, где был отмечен бум, мы предоставляли респондентам возможность рассказать, что они думают относительно происходящего на местном рынке недвижимости. Некоторые из них действительно отмечали, что, по их мнению, главную роль здесь играет психология рынка, а ряд респондентов даже говорили о *пузыре*. Но в нашем опросе 2004 г. только 1% ответивших использовал слово *пузырь* в отношении бума на рынке недвижимости. В пять раз больше было тех, кто использовал в описании ситуации термин *спрос и предложение*, и чаще всего респонденты говорили о недостаточном предложении жилья на рынке и высоком спросе. При чтении подобных ответов создается впечатление, что они верили в обоснованность возникновения бума на рынке недвижимости и логичность его продолжения.

В своих опросах покупателей жилья в 2003 и 2004 г. мы спрашивали:

Что из нижеследующего лучше описывает ваше теоретическое обоснование последних тенденций

на рынке жилья в [название города]:

- 1) психология покупателей и продавцов жилья;
- 2) экономические и демографические условия, такие как изменение численности и состава населения, изменение процентных ставок или рост (сокращение) занятости?

Только 13% (из 771 респондента) выбрали вариант 1 (психология); 87% отдали предпочтение варианту 2 (экономические и демографические условия).

Как показывают эти ответы, идея, что некая обратная связь на уровне психологии управляет ценами на рынке, не совсем верна — это говорит о том, что люди много думают на эту тему. Конечно, энтузиазм, испытываемый в период надувания пузыря, кажется несовместимым с осознанием его наличия большей частью общества. Если кто-то считает, что рост цен — это очередной пример стадного поведения, которое в один прекрасный день привет к краху, то трудно представить его преисполненным энтузиазма.

Схемы Понци как модели обратной связи и спекулятивных пузырей

Трудно доказать, что простая модель механической ценовой обратной связи, которая возбуждает энтузиазм у инвесторов, действительно является одним из стимулирующих факторов на финансовых рынках. Может сложиться неправильное впечатление, что инвестиционный энтузиазм появляется у инвесторов только благодаря прошлым примерам роста курсов, тем не менее мы можем и не увидеть каких-либо конкретных доказательств того, что подобная обратная связь действительно влияет на их решения.

Чтобы доказать, что подобные механизмы обратной связи все же играют заметную роль на финансовых рынках, полезно взглянуть на пример схем Понци, т.е. построение пирамид, которые мошенники используют для создания положительной обратной связи от предполагаемой текущей доходности инвестиций к их будущей доходности. Случаев использования подобных схем настолько много, что правительства многих стран были вынуждены объявить их вне закона, но они все равно периодически возникают то здесь, то там. Они особенно интересны тем, что в некотором роде представляют собой управляемые (мошенниками!) эксперименты, обладающие свойствами обратной связи, которые невозможно отследить ни на обычных рынках, ни в экспериментальной лаборатории психолога.

В схеме Понци ее управляющий обещает инвесторам обеспечить большую прибыль. Но в действительности деньги инвесторов почти или вообще не вкладываются в какие-либо реальные активы. Вместо этого управляющий выплачивает первоначальным инвесторам обещанную прибыль из денег, полученных у второй волны вкладчиков, а тем — из средств, собранных у третьей волны и т.д. Схема названа в честь Чарльза Понци, который использовал подобную модель в США в 1920 г. (но вряд ли был ее первооткрывателем). Схема Понци подталкивает первых инвесторов, после того как те заработали кучу денег, активно делиться своими историями успеха с другими потенциальными инвесторами, которые, в свою очередь, вкладывают в схему еще больше средств, давая возможность мошеннику расплатиться со второй волной инвесторов, чьи истории успеха соблазняют еще больше новых вкладчиков и т.д. В конечном счете в какой-то момент наступает конец, поскольку приток новых инвесторов не может быть бесконечным, и организатор схемы, без сомнений, об этом знает. Вероятно, он надеется покинуть схему, не расплатившись с последней, самой большой волной инвесторов и скрыться от закона. (Или, возможно, он или она рассчитывает на то, что удастся позже найти фантастические возможности для инвестиций и тем самым спасти созданную схему.)

Мы знаем много примеров, когда схемы Понци позволяли организаторам наслаждаться жизнью состоятельных граждан, по крайней мере до тех пор, пока их не арестовали. Чарльз Понци в 1920 г. всего за семь месяцев привлек 30 000 инвесторов, выпустив бумаг на сумму в \$15 млн²⁴. Одна из недавних нашумевших историй связана с Раджин Бонэм, бывшей домохозяйкой, создавшей огромную пирамиду в Фоксе, небольшом провинциальном городке на Аляске. Она обещала доходность в 50% за два месяца и тем самым привлекла 1200 инвесторов из 42 штатов, заплативших ей от \$10 до \$15 млн в период с 1989 по 1995 г.²⁵

Чрезвычайно драматичная история случилась в Албании в 1996–1997 гг., когда огромное количество различных пирамид, обещавших фантастическую доходность, свело с ума значительную часть населения страны. Семь крупнейших пирамид в совокупности привлекли порядка \$2 млрд, или 30% годового ВВП Албании²⁶. Население страны настолько активно участвовало в пирамидах, что в 1996 г. на выборах в местные органы власти представители правящей партии даже размещали на своих предвыборных постерах их логотипы, очевидно желая получить дополнительные голоса за счет популярности новых «источников богатства». После того как в 1997 г. пирамиды рухнули, разгневанные вкладчики начали грабить банки и жечь дома. Правительству пришлось использовать для наведения порядка армию. В результате большое количество бунтовщиков погибло. Крах пирамид привел к отставке премьер-министра Александра Мекси и его кабинета²⁷.

В рамках своей стратегии успешные пирамиды предлагают на суд инвесторов правдоподобную историю о том, на чем можно много заработать. Чарльз Понци рассказывал инвесторам, что у него была возможность получать большую прибыль на перепродаже международных почтовых ответных купонов. Такие купоны продавались на почте, и отправитель мог вложить в свое письмо в другую страну такой купон и тем самым оплатить ответ. Очевидно, что в покупке почтовых купонов в Европе и их перепродаже в США была какая-то потенциальная возможность заработать, так как курс обмена валюты и подразумеваемый курс обмена купонов явно не совпадали. История Понци о возможностях зарабатывать на торговле купонами, опубликованная в ряде газет в период создания пирамиды, показалась правдоподобной даже для некоторых влиятельных персон. Но в действительности же подобные возможности извлечения прибыли были нереализуемы ввиду того, что не так просто было продать эти купоны. Обман раскрылся после того, как нью-йоркский начальник почтового отделения заявил, что всех международных купонов в мире не хватит для того, чтобы заработать то состояние, о котором заявил Понци.

Раджин Бонэм из штата Аляска рассказывала, что она скупала неиспользованные мили на рейсы крупных авиакомпаний, оформляла их как дисконтные билеты, а затем продавала их и зарабатывала на этом большие деньги. Албанская инвестиционная компания VEFA предположительно вкладывала в возрождающуюся экономику страны. (В те времена в Албании также ходили слухи, что VEFA активно занималась отмыванием денег, что тоже звучало вполне правдоподобно и говорило инвесторам о наличии огромных денежных ресурсов²⁸.)

Рассматривая эти примеры использования схемы Понци, можно сделать одно важное заключение: все первоначальные инвесторы, согласно сообщениям, были настроены вполне скептически относительно пирамид и поэтому вкладывали лишь незначительные суммы. История о возможности получения большой прибыли на перепродаже почтовых ответных купонов, если бы ее просто рассказывали, не приводя каких-либо доказательств того, как это позволило людям разбогатеть, не выглядела бы столь убедительной, чтобы соблазнить многих инвесторов. Последние не будут до конца уверены в пирамиде, пока не увидят собственными глазами, что другие на этом заработали целое состояние.

Информация о том, что так называемые инвестиционные выплаты на самом деле производились из вновь приходящих средств, обычно появляется и публично обсуждается задолго до краха этих пирамид, и мошенникам приходится, конечно же, так же публично опровергать все обвинения. Так было и в случае с самим Чарльзом Понци, и в Албании. Удивительно, что многие и после этого продолжают верить в пирамиду, и для сторонних наблюдателей такие люди кажутся просто глупцами²⁹. Но это лишь показывает, насколько сильно влияет на человека чужой пример зарабатывания огромных состояний. Для многих людей такие примеры служат наиболее убедительным доказательством правдоподобности «инвестиционной истории» пирамиды, и оно перевешивает даже самые веские аргументы «против».

Мошенничество, манипуляции и невинная ложь

Процессы, приводящие к возникновению бума, выходят за пределы этих пирамид, возникающих естественным образом. Кроме того, отчасти бум явно направлен на то, чтобы обмануть людей, а также

использовать неправильные выводы для распространения их среди широких масс инвесторов. Часто это граничит с нарушением закона. Но благодаря медлительности нашей судебной системы организаторы пирамид могут годами успешно избегать правосудия. Это также одна из составляющих спекулятивного пузыря.

Мой бывший преподаватель в Массачусетском технологическом институте (МТИ) — профессор Чарльз Киндлбергер — оказал огромное влияние на мое мировоззрение. Он дожил до 92 лет, и последний раз я общался с ним как раз незадолго до его смерти в 2003 г. В своей книге «Мании, паники и крахи» (Manias, Panics and Crashes), изданной в 1989 г., он писал: «Мы уверены, что спрос рождает мошенничество... Во время бума сколачивают целые состояния, люди становятся жадными, и мошенники спешат воспользоваться подобным спросом на возможность заработать большие деньги»³⁰.

В большинстве своем стоимость инвестиционных инструментов зависит от прогнозов на среднесрочную перспективу — того, что сегодня невозможно увидеть, и поэтому повышенное общественное внимание к теме инвестиций создает отличную возможность для разного рода обмана и искажения фактов. Во время бума конъюнктурщики стараются всеми способами заработать на интересе к спекулятивным инструментам со стороны населения, прикрываясь ложными историями успеха и предложениями встать в авангарде новой экономики.

Одна из причин, по которой мы даем себя обмануть пузырям, сродни тому, как нас надувают профессиональные фокусники. Когда наделенные определенным талантом люди становятся *профессиональными* обманщиками и благодаря многолетним тренировкам доводят свои способности до уровня искусства, то в результате они могут хотя бы на какое-то время заставить нас поверить в свои кажущиеся на первый взгляд невозможными подвиги. Им требуется лишь удерживать нас в таком состоянии, пока мы не расстанемся со своими деньгами, а после этого они исчезают. Массовое увлечение инвестициями предоставляет отличную возможность профессионалам в области управления и финансов сделать неплохую карьеру. Поручая таким профессиональным «фокусникам» управлять нашими компаниями или представлять наши интересы в качестве риелторов, мы должны понимать, что все, что мы при этом видим, не является истинной реальностью.

Крайние же случаи представляют собой уже примеры преступных действий — такие, как произошли с компаниями Enron и Parmalat. После окончания бума политическую среду ждут определенные перемены, поскольку население, потерявшее свои деньги, разгневано и готово преступить закон; в итоге правонарушители идут под суд, а законодательство ужесточается. Мы вновь были свидетелями подобного развития событий в США и в других странах после того, как рынок достиг своего пика в 2000 г. То, что делают регулирующие органы и прокуратура, очень важно, и последствия очередного лопнувшего спекулятивного пузыря представляют собой своего рода зачистку на финансовых рынках с целью повышения их эффективности.

Но все же больше примеров некриминального характера, когда люди, оставаясь в рамках закона, использовали бум для создания бизнеса, в который они сами мало верили. Это скорее примеры неискренности, а не откровенного мошенничества.

Некоторые из них уже получили деньги и вышли из игры. С 2000 г. многие руководители технологических компаний, построенные на продвижении абсолютно некорректной бизнес-концепции, провели IPO и удалились в свои «поместья», мало заботясь о том, что курс акций стремительно катится вниз. Ряд бизнес-журналов, разбогатев в меньшей степени благодаря спросу на них среди читателей, а в большей — потребности компаний в рекламе, прекратили свое существование. Подобные венчурные предприятия до сих пор появляются то здесь, то там, но уже в меньшем количестве, так как их время, вне всяких сомнений, прошло.

Я как сейчас помню то, что со мной произошло в 1998 г., когда меня привлекли к поиску вариантов продажи небольшой фирмы. Компания организовала презентацию для инвестиционных банкиров с целью помочь им решить, смогут ли они в частном порядке предложить потенциальным корпоративным покупателям приобрести ее. Подобный опыт надолго врезался в мою память. Президент фирмы описывал банкирам, как я считал, толковую модель построения бизнеса. Но, несмотря на это, создавалось впечатление, что те просто спали. В какой-то момент презентации

президент упомянул, что его компания продает свою продукцию через Интернет, поэтому *можно сказать*, что это интернет-компания. В этом месте один из инвестиционных банкиров тут же очнулся. Он сказал, что рынок очень любит интернет-компании и если подвести фирму под эту категорию, то его банк смог бы ее очень дорого продать. Но, по его словам, компания должна будет придумать историю, которая бы описывала ее большое будущее. Это должна быть правдоподобная история, которая показала бы реальную возможность достижения многомиллионных доходов в ближайшие несколько лет. В свою очередь, менеджмент должен начать претворять ее в жизнь, принимая соответствующие решения, которые бы подтверждали, что они верят в то, что все это достижимо. Позднее президент этой небольшой фирмы сказал мне, что он даже рассматривал возможность изменения названия компании, чтобы оно заканчивалось на .com. Но при дальнейшем размышлении он пришел к выводу, что данная история просто нереальна. Он решил, что не может этого сделать.

Другие же могли и делали. На протяжении всех 1990-х было обычной практикой назначать на пост руководителя корпорации какого-нибудь известного человека, чтобы привлечь инвесторов и повысить курс акций. В своей книге «В поисках корпоративного спасителя» (Searching for a Corporate Savior, 2002) Ракеш Хурана рассказывает о схеме приема на работу дорогостоящих знаменитостей со стороны в качестве руководителей в угоду фондовому рынку. Тех же, кто досконально знал бизнес, кто был лоялен по отношению к остальным сотрудникам, кто хотел бы сделать все, чтобы обеспечить гарантированный успех компании в долгосрочной перспективе, как правило, отодвигали³¹.

Спекулятивные пузыри как естественные пирамиды

Из указанных выше примеров видно, что спекулятивные петли обратной связи, напоминающие схему Понци, время от времени возникают без чьего-либо хитроумного плана очередного мошенничества. Даже если нет манипулятора, фабрикующего ложные истории и сознательно обманывающего инвесторов на фондовом рынке, повсюду можно встретить сказки про рынок. Если же цены (курсы акций) уже не раз демонстрировали значительный рост, инвесторы зарабатывают именно на динамике цен на рынках, как и в пирамидах. До сих пор многие (в первую очередь биржевые брокеры и фонды взаимных инвестиций в целом) получают выгоду от распространения разного рода историй, в которых говорится о росте рынка в будущем. Эти истории необязательно должны быть неправдой. Просто они делают акцент на позитивных новостях и умалчивают о негативных. Путь естественной пирамиды (если можно так назвать спекулятивные пузыри) будет более неровным и менее драматичным благодаря отсутствию прямого манипулирования, но иногда он все же может напоминать схему Понци, когда в качестве поддержки начинают естественным образом появляться соответствующие истории. Переход от схемы Понци к естественным спекулятивным пузырям кажется настолько логичным, что следует сделать вывод, что при обсуждении пузырей именно скептикам необходимо доказывать, почему спекулятивные пузыри, похожие на пирамиды, *не могут* существовать.

Во многих сегодняшних популярных учебниках по финансам, продвигающих идею рационального и эффективного функционирования финансовых рынков, не приводят аргументов против возможности существования петель обратной связи, способствующих развитию спекулятивных пузырей. На самом деле они просто игнорируют тему пузырей и схем Понци³². Подобные книги распространяют идею существования правильной прогрессии на финансовых рынках и рынках, функционирующих с математической точностью. Если сегодня совсем не говорить о такого рода явлениях, то студенты будут лишены возможности самостоятельно решать, влияют ли они на рынок или нет.

Обратная связь и перекрестная обратная связь фондового рынка и рынка жилья

В предыдущих главах мы говорили о том, что в Соединенных Штатах на протяжении истории практически не прослеживалась взаимосвязь между изменением индекса фондового рынка и изменением цен на рынке жилья, и бум на последнем, начавшийся в 1998 г., произошел спустя

несколько лет с момента начала резкого роста фондового рынка в 1995 г. Также мы говорили о том, что налицо мировая тенденция, когда рост цен на рынке жилья достигает своего максимума через пару-тройку лет после бума на фондовом рынке. Это увеличивает вероятность возникновения в некоторых случаях перекрестной обратной связи, т.е. между рынками — в данном случае между фондовым рынком и рынком жилья. Но общество меняется, и вместе с ним меняется и рынок жилья. Он становится более спекулятивным, поэтому вполне возможно, что подобная перекрестная обратная связь в будущем только усилится.

Неудивительно, что стремительный рост цен на жилье начинается спустя несколько лет после бума на фондовом рынке. В результате последнего люди становятся богаче и больше тратят на жилье, что в свою очередь приводит к росту цен на него. Подобный эффект легко может проявиться с задержкой в несколько лет, поскольку людям требуется время, чтобы решить, что им пора улучшить свои жилищные условия. Но очень трудно представить себе модель обратной связи, по которой цены на жилье стремительно идут вверх даже после того, как курсы акций резко упали, как этой случилось в 2002 г. Наверное, мы вряд ли когда-нибудь раскроем секрет подобного феномена.

Возможно, что бум на рынке жилья, возникший в Соединенных Штатах и других странах до достижения фондовым рынком своего пика, начался в 1998 г. как ответная реакция на бум на рынке ценных бумаг и после того, как тот рухнул, — он сам себя подпитывал, опираясь на внутреннюю обратную связь. Кроме того, возникновение бума на рынке жилья могло быть своего рода замедленной реакцией на скачки курса акций вверх, возникавшие на фондовом рынке с 1982 г., поскольку кризис на рынке в 2000 г. не обрушил его полностью, оставив людям ощущение, что они все же стали богаче по сравнению с 1982 г. Помимо всего прочего, бум на фондовом рынке мог привести и к определенным изменениям в культуре людей, и этот процесс не остановился и после сокращения показателей прибыли у компаний, что тесно связано с падением фондового рынка, но напрямую не влияет на рынок жилья.

Но к указанным возможным вариантам необходимо добавить еще один, который поможет объяснить рост цен на жилье при одновременном падении фондового рынка, начавшегося в 2000 г. Резкое снижение курса акций на рынке ценных бумаг в 2000 г. оказало странный эффект на рынок жилья — оно привело к увеличению спроса, переключив внимание инвесторов с фондового рынка на рынок жилья. Возможно, это выглядит как некие теоретические размышления, требующие подтверждения фактами. И оно есть. Проводя опросы среди покупателей недвижимости в 2003 и 2004 г., мы с Карлом Кейсом напрямую спрашивали владельцев вновь приобретенного жилья о возможной обратной связи между фондовым рынком и рынком недвижимости.

Вот как звучал этот вопрос, и вот какие результаты мы получили:

Опыт общения с фондовым рынком в последние несколько лет

[Пожалуйста, обведите нужный номер ответа.]

1. Во многом подвиг меня к покупке дома 12% 2. В некоторой степени подвиг меня к покупке дома 14% 3. Не повлиял на решение о покупке дома 72% 4. Несколько отбил охоту покупать дом 2% 5. Очень негативно повлиял на меня при покупке дома 1% [$n = 1146$] В период проведения данных опросов опыт общения респондентов с фондовым рынком за последние несколько лет, как правило, был весьма негативным, учитывая резкий обвал фондового рынка начиная с 2000 г. Подавляющее большинство ответивших заявили, что фондовый рынок не оказал на их решение о покупке жилья никакого влияния. На самом деле в этом нет ничего удивительного, поскольку чаще всего у людей возникает множество сугубо личных мотивов для такой покупки, которые имеют для них гораздо большее значение. Но самое интересное в этих ответах — то, что среди тех, кто ответил, что их опыт повлиял на принятие решения о покупке дома, подавляющее большинство это *подвигло на покупку*. В действительности же (учитывая погрешности округления полученных процентов) тех, кто сказал, что фондовый рынок стал для них стимулом для покупки жилья, было в два раза больше, чем тех, кого он поверг в сомнения.

Следом мы просили респондентов: «Пожалуйста, объясните свой ответ». И здесь люди обстоятельно писали о том, почему они в предыдущем вопросе ответили именно так. Из этих подробных объяснений можно проследить перекрестную обратную связь между курсом акций и

ценами на жилье. Вот несколько примеров того, что писали люди, признавшиеся в позитивном влиянии фондового рынка на решение о покупке дома:

«Я смотрел, как уменьшаются мои средства на индивидуальных пенсионных счетах и выплаты по плану 401 (k). Я решил, что лучше я инвестирую в недвижимость. Она не дешевеет так быстро, как акции».

«Курс акций на фондовом рынке слишком нестабилен, что создает большие риски. Покупка дома и земли остается более надежным видом инвестиций, так как земля со временем не дешевеет».

«Уменьшение доходности и огромные потери. Искал альтернативные варианты вложения капитала».

«Собственное жилье — инвестиция № 1 с точки зрения личной финансовой защищенности. Все остальное вторично».

«Жилье, безусловно, более надежный вариант инвестиций. Там можно даже просто жить самому».

«В течение 2000–2002 гг. мы потеряли значительную часть наших сбережений по пенсионным планам 401 (k) и на индивидуальных пенсионных счетах Рота. А на недвижимости мы никогда не теряли».

«Недвижимость безопаснее. По крайней мере, у вас есть какая-то собственность. С акциями же, если вы проигрываете, то у вас ничего не остается».

После прочтения большого количества таких ответов картина, кажется, стала вырисовываться. Падение фондового рынка в 2000 г. и его неспособность быстро оправиться от такого удара отвратили от него людей, которые стали искать альтернативные рынки. Это так же просто, как и то, что они написали. Наблюдалась своего рода перекрестная обратная связь от фондового рынка к рынку жилья, в значительной степени объясняющая бум на рынке жилья, свидетелями которого мы были³³. Подобная перекрестная обратная связь также позволяет объяснить и международный характер роста цен на жилье, так как коллапс на фондовом рынке произошел во всех развитых странах, тогда как на местных рынках жилья с конца 1990-х начался подъем.

Такое, на первый взгляд обоснованное, доказательство перекрестной обратной связи между фондовым рынком и рынком жилья может прозвучать недостаточно убедительно, ввиду того что подобная обратная связь возникает отнюдь не всегда, но следует помнить, что мы имеем дело не с теоретической физикой, а с общественными науками. До конца непонятно, почему обратная связь между рынками принимает такую форму и почему со временем она меняется, но мы все же кое-что выяснили.

Иррациональный оптимизм и петли обратной связи: современные доводы

Существует много причин возникновения иррационального оптимизма, которые мы подробно рассмотрели в предыдущей главе, а петля обратной связи, спекулятивный пузырь, о которых мы говорили в этой главе, могут усилить их эффект. Если цены (курсы) продолжают расти, то оптимизм повышается под влиянием самого процесса роста.

В этой главе мы только начали говорить о том, как работает петля обратной связи. Мы увидели, что она не возникает ниоткуда — частные инвесторы видят, что курс или цена уже не раз демонстрировали рост, и производят соответствующие арифметические расчеты, чтобы привести прогнозы в соответствие со своим доверием к рынку и ожиданиями. Изменился сам образ мышления, и это повлияло на всю культуру человека и общества в целом. В итоге инвесторы теперь исходят не только из прошлого опыта роста курса, но также из этих культурных изменений, которые возникли благодаря предыдущим примерам положительной динамики курса. Чтобы лучше понять, как влияют стимулирующие факторы и что может усилить их эффект, мы переходим к следующей части нашего обсуждения — культурным изменениям, сопровождавшим последний бум на фондовом рынке и другие спекулятивные бумы.

Часть II

Культурные факторы

История спекулятивных пузырей началась с появления газет¹. Несмотря на то что материалы этих первых изданий по большей части утеряны, можно предположить, что в них или же в аналогичных им брошюрах сообщалось о первом пузыре, вызвавшем общественный резонанс — о тюльпановой лихорадке 1630-х гг. в Голландии².

Хотя новостные СМИ — газеты, журналы, а также радио и ТВ наряду с новыми интернет-ресурсами — позиционируют себя как независимых наблюдателей событий, происходящих на мировом рынке, они сами становятся неотъемлемой частью этих событий. Значимые события на рынке происходят, как правило, лишь в том случае, когда большие группы людей начинают мыслить одинаково, и средства массовой информации являются основным двигателем в распространении идей.

Эту главу я посвящаю вопросам влияния СМИ на события рынка. Как мы увидим, воздействие газетных сообщений на развитие ситуации на рынке редко бывает однозначным и предсказуемым. Тем не менее в определенном смысле их влияние не так сильно, как принято считать. Однако тщательный анализ показывает, что новостные СМИ все же играют важную роль как в процессе формирования базы для изменений на рынке, так и в их провоцировании.

Роль СМИ в формировании базы для изменений на рынке

СМИ непрерывно борются за внимание общественности, которое служит неременным условием их существования. Для выживания в конкурентной среде им необходимо найти и выделить самое интересное, привлечь внимание читателей к новостям, которые те потом перескажут другим (таким образом расширяя целевую аудиторию), и, по возможности, обеспечить непрерывный поток репортажей, которые помогут вовлечь их аудиторию в число постоянных читателей (слушателей).

Конкуренция отнюдь не случайна. Люди, занимающиеся распространением новостей, все более творчески подходят к процессу, извлекая уроки из успехов и неудач друг друга, таким образом учась придавать новостям большую эмоциональную окраску, использовать для новостных сюжетов темы, интересующие широкую аудиторию, воссоздавать в новостях знакомые людям образы. Годы работы в конкурентной среде сделали профессионалов в области массмедиа достаточно умелыми в борьбе за внимание общественности.

Новостные СМИ естественным образом тяготеют к финансовым рынкам; рынки как минимум являются источником новостей о ежедневных ценовых изменениях. Ничто не может опередить фондовый рынок как поставщика интересных для СМИ тем.

Фондовый рынок — звезда. Общество полагает, что это Большое Казино, с участием больших игроков, и верит, что в любой отдельно взятый день рынок служит индикатором состояния нации: все это впечатления, которые СМИ могут поддерживать и благодаря которым могут получать от этого выгоду. Финансовые новости вызывают большой интерес людей потому, что они касаются вопросов зарабатывания и потери состояний. Средства массовой информации, отслеживающие изменения в рыночной ситуации, представляют в качестве своей постоянной передовицы характеристику рынка, превращая ее в бесконечную серию публикаций, которая лучше всего удерживает внимание постоянных читателей. Единственный неиссякаемый источник новостей того же уровня — события в мире спорта. Неслучайно на сегодняшний день финансовые и спортивные новости составляют порядка половины материалов многих газет.

Жилищный вопрос также всегда предмет внимания общественности, ведь мы живем в домах, каждый день занимаемся их обустройством, и наше понимание своего социального положения неразрывно связано с тем, в каком доме мы живем. Часто целые разделы газет посвящены вопросам жилищного строительства и недвижимости, а в США есть отдельный канал, HGTV, посвященный жилищному вопросу. Телевизионное реалити-шоу «Имущественная лестница» (Property Ladder), запущенное в Великобритании в 2001 г., пользуется большой популярностью. Шоу посвящено

приключениям «охотников за недвижимостью», которые покупают дома, приводят их в порядок, а затем быстро продают, надеясь получить большую выгоду. В США существует также американская версия этого шоу.

Провоцирование споров

Пытаясь привлечь внимание общественности, СМИ стремятся внедрить спорные идеи в общественное сознание. Под этим может подразумеваться провоцирование дискуссий по вопросам, которые при иных обстоятельствах эксперты не сочли бы стоящими такого обсуждения. В итоге может создаться впечатление, что существуют эксперты, придерживающиеся всех возможных позиций по отношению к медийному событию (событию, отражаемому СМИ), что наталкивает на мысль о том, что эксперты не могут достичь единого мнения по тем вопросам, которые интересуют людей больше всего.

На протяжении многих лет журналисты не раз обращались ко мне с просьбой высказаться в поддержку тех или иных, достаточно крайних, точек зрения. Когда я отказывался это сделать, они непременно просили порекомендовать другого эксперта, который бы сделал официальное заявление в поддержку одной из позиций.

За пять дней до краха фондового рынка в 1987 г. гостем программы «Час новостей с МакНилом и Лерером» (MacNeil/Lehrer NewsHour) был автор книги «Великая депрессия 1900 года: почему это произошло и как защититься» (The Great Depression of 1900: Why It's Got to Happen, How to Protect Yourself) Рави Батра. В основе этой работы лежала теория о том, что история имеет тенденцию к повторению, причем до мельчайших деталей, следовательно, крах 1929 г. и последовавшая за ним депрессия должны были повториться. Несмотря на репутацию видного научного деятеля, которую имел Батра, данная книга не относится к числу работ, которые признанные знатоки рынка стали бы рассматривать всерьез. Тем не менее к моменту краха фондового рынка она продержалась в списке бестселлеров, по версии *New York Times*, уже 15 недель. Будучи гостем программы NewsHour, Батра уверенно предсказал крах фондового рынка, который «охватит весь мир»³ в 1989 г.; он заявил также, что за крахом последует депрессия. Заявления, сделанные Батра на передаче, пользующейся большим авторитетом, даже учитывая тот факт, что он предсказывал крах двумя годами позже, нежели он произошел в действительности, в некоторой степени усилили ощущение незащищенности, которую принес крах 1987 г. И хотя появление Батра в программе NewsHour как раз накануне краха можно считать совпадением, следует помнить, что предсказания краха финансового рынка достаточно редко делаются в новостных телешоу государственных каналов. Временная близость между его появлением на программе и самим крахом заставляет всерьез задуматься.

Стоит ли обвинять СМИ в том, что они провоцируют полемику на темы, не заслуживающие особого внимания? Можно, конечно, сказать, что они должны обращаться к темам, интересующим широкий круг людей, чтобы последние могли сформировать собственное мнение. Однако обычно складывается впечатление, что, поступая таким образом, СМИ распространяют и поддерживают идеи, не подкрепленные реальными фактами. Если бы руководители новостных СМИ учитывали только свои высокоинтеллектуальные интересы, решая, какие мнения представить общественности, люди могли бы значительно расширить свои знания. Однако абсолютно очевидно, что СМИ видят свою цель не в этом — и даже давление конкуренции не заставит их пересмотреть свой подход.

Информирование о перспективах рынка

Многие СМИ пытаются дать ответы на вопросы о современном рынке, однако немногие из них могут назвать конкретные факты или адекватно их интерпретировать. Многие репортажи готовят в спешке, лишь бы написать что-нибудь (в действительности — *что угодно*) о показателях рынка. Как правило, после не удивляющих никого сообщений о росте рынка авторы подобных статей начинают ссылаться на статистические данные, охватывающие очень короткий период времени. Обычно в таких заметках сообщается о том, что такие-то акции за прошедшие месяцы выросли больше, чем другие. Несмотря на то что эти конкретные акции фигурируют в числе лидеров, нет никаких веских причин

считать, что изменения, происходящие с ними, являются причиной роста цен на рынке. О таких «рядовых» факторах, способствующих экономическому росту, как, например, интернет-бум, авторы статей могут писать высокопарно и как минимум с намеком на патристическое восхваление нашего мощного двигателя экономики. Статьи же заканчиваются удачно подобранными цитатами из «популярных» источников, представляющих свое видение будущего. Статьи порой настолько лишены искренней заинтересованности в поисках причин роста рынка и в рассмотрении факторов, влияющих на его будущее, что кажется, автор не испытывал иных эмоций, кроме цинизма, при представлении своей точки зрения.

О чем же сообщают популярные источники, данные которых приводятся в этих статьях? Обычно они прогнозируют рост промышленного индекса Dow Jones на ближайшее будущее, рассказывают байки и шутки и навязывают обществу свое видение ситуации. К примеру, когда Эбби Джозеф Коэн из Goldman, Sachs & Co. штампует такие цитируемые фразы, как предостережение от FUD (страх, неуверенность, сомнения и отчаяние) или, например, словосочетание «пластилиновая экономика» («экономика Силли Патти», по названию детской игры-замазки. — *Прим. ред.*), они приобретают большую популярность. Помимо этого, ссылаясь на ее точку зрения, СМИ не уделяют внимания анализу этой точки зрения. На самом деле, несмотря на то что она имеет доступ к работе огромного информационно-аналитического отдела и, прежде чем сформулировать свою точку зрения, проводит глубокий анализ информации, в конечном итоге в сообщениях СМИ ее мнение не более чем ее мнение. Разумеется, не стоит придирааться к ней из-за этого, поскольку для СМИ, целью которых является произведение эффекта, свойственно отдавать предпочтение поверхностным суждениям, а не тщательному анализу.

Избыток информации

СМИ, как правило, процветают за счет преувеличений, и мы, их аудитория, оказываемся сбивы с толку информацией о том, что цены на фондовом рынке, которые мы недавно наблюдали, выросли. Массмедиа постоянно делают акцент на том, что мы бьем новые рекорды (или, по крайней мере, близки к этому), и, если журналисты рассматривают данные под разным углом зрения, они часто обнаруживают новый рекорд в любой отдельно взятый день. Рассматривая фондовый рынок в целом, многие авторы статей упоминают «рекордное изменение курса за день», измеряемое в пунктах индекса Dow Jones, а не в процентных показателях; таким образом, полученные данные становятся более близки к реальным. И хотя в последние годы СМИ стали более осведомленными в отношении использования пунктов индекса Dow Jones, когда предоставляется информация об изменении курсов, некоторые из журналистов до сих пор применяют проценты.

Подобный избыток информации, производящий впечатление, что постоянно бьются новые рекорды, лишь еще больше сбивает с толку общественность. Людям становится сложно понять, когда на самом деле происходит что-то действительно важное и новое. В связи с таким потоком различных показателей усиливается стремление избежать отдельной оценки количественных данных, и предпочтение отдается данным, которые интерпретируют для нас популярные источники.

Действительно ли значительные изменения на фондовом рынке — следствие важных новостей?

Многие полагают, что именно определенные новости с серьезным наполнением оказывают влияние на финансовые рынки. Однако результаты исследований в меньшей степени подтверждают данную точку зрения, чем можно было бы предположить.

В 1971 г. Виктор Нидерхоффер, будучи еще адъюнкт-профессором гуманитарных наук в Университете Беркли (прежде чем он стал легендарным управляющим хедж-фондом), опубликовал статью, в которой он попытался определить, совпадают ли дни, в которые происходят важные события мирового масштаба, с днями значительных изменений курсов на фондовом рынке. Он представил в виде таблицы все крупные заголовки *New York Times* с 1950 по 1966 г. (крупные заголовки как показатель важности газетного сообщения). Их набралось 432. Совпадали ли эти дни важных мировых

новостей с днями значительных изменений курсов ценных бумаг? Для сравнения, Нидерхоффер отметил, что сводный индекс S&P за рассматриваемый период демонстрировал однодневный рост (более чем на 0,78%) только в 10% торговых дней, и значительные спады (более чем на 0,71%) были также отмечены в других 10% торговых дней. Из 432 дней, отмеченных важными событиями мирового масштаба, в течение 78 (или 18%) из них наблюдался значительный рост котировок, а в течение 56 (или 13%) — их существенное падение. Таким образом, в эти дни лишь немного больше возрастала вероятность изменений курса, чем в любые другие дни⁴.

Нидерхоффер заявил, что, читая статьи под крупными заголовками, он отметил, что многие происходящие в мире события, о которых там шла речь, вряд ли могли оказать значительное влияние на действительную стоимость акций на рынке. Вероятно, те события, которые СМИ преподносили аудитории как важные новости национального масштаба, не были настолько значимы для фондового рынка. Он предположил, что новости, рассказывающие о кризисных явлениях, могли иметь значительно большее влияние на фондовый рынок.

Понимая кризис как период, когда в течение недели появляется пять или более крупных заголовков, Нидерхоффер обнаружил 11 кризисов за рассматриваемый им период. К ним относятся начало войны в Корее в 1950 г., захват Сеула коммунистами в 1951 г., общенациональный съезд Демократической партии США в 1952 г., ввод советских войск в Венгрию и Польшу в 1956 г., Суэцкий кризис 1956 г., вступление Шарля де Голля в должность премьер-министра Франции в 1958 г., вторжение американских кораблей в территориальные воды Ливана в 1958 г., выступление советского премьер-министра Никиты Хрущева на заседании Генеральной Ассамблеи ООН в 1959 г., напряженная ситуация на Кубе в 1960 г., вооруженная блокада Кубы 1962 г. и убийство президента Джона Кеннеди в 1963 г. В течение этих кризисных периодов, определенных таким образом, в 42% случаев ежедневных изменений курсов они были значительными — по сравнению с 20% в прочие, «нормальные», периоды. Таким образом, в течение кризисных периодов наблюдались определенные, но не кардинальные, более или менее значимые курсовые изменения. Обратите внимание на то, что за весь рассмотренный Нидерхоффером период, составлявший 16 лет, было всего 11 таких кризисных недель. Лишь в немногих случаях общее движение курсов на фондовом рынке было так или иначе связано с газетными заголовками.

Сопутствующие новости

Можно предположить, что новости, появляющиеся в СМИ в дни больших курсовых колебаний и воспринимаемые в качестве причин изменений, часто в действительности не могут быть причиной происходящего или, по крайней мере, не являются таковой в полной мере. В пятницу 13 октября 1989 г. произошел крах фондового рынка, который СМИ истолковали как реакцию на сообщение прессы. Сделка о выкупе контрольного пакета акций UAL Corporation, компании-учредителя United Airlines, провалилась. Крах, результатом которого стало падение индекса Dow Jones на 6,91% за день, начался буквально несколько минут спустя после того, как в прессе появились сообщения о провале сделки, и поначалу казалось вполне вероятным, что сообщения прессы и стали причиной кризисной ситуации.

Первая проблема данной интерпретации состоит в том, что компания UAL — всего лишь отдельная организация, на которую приходится всего 1% от общего объема фондового рынка. Почему же провал сделки по покупке UAL так повлиял на фондовый рынок в целом? Пытаясь интерпретировать сложившуюся ситуацию в тот период, участники рынка рассматривали провал сделки как поворотный момент, предвещающий подобные провалы сделок по продаже акций компаний в будущем. Однако в поддержку данной точки зрения не было названо ни одного убедительного аргумента, скорее наоборот: назвав произошедшее поворотным моментом, СМИ всего лишь пытались заставить аудиторию поверить, будто изменения на рынке стали реакцией на сообщения прессы.

Пытаясь объяснить причины краха, произошедшего 13 октября 1989 г., исследователь рынка Вильям Фельтус и я в первый понедельник и вторник после падения рынка провели телефонный опрос, в котором приняли участие 101 специалист по фондовому рынку. Мы спрашивали: «Слышали ли вы новости о компании UAL прежде, чем узнали о крахе финансового рынка днем в пятницу, или вы

узнали новости о UAL позже, уже как объяснение внезапного падения курсов акций?» Лишь 36% опрошенных сказали, что слышали новость до падения рынка; 53% ответили, что узнали об этом позже, уже в качестве объяснения падения курсов акций; остальные не смогли сказать точно, когда узнали данную информацию. Таким образом, новости, скорее всего, были просто сопутствующим элементом падения рынка, чем напрямую спровоцировали его, и потому не были столь значимы, как об этом заявлялось в материалах СМИ.

Мы также попросили специалистов интерпретировать новости. Мы задали следующий вопрос:

Какое из двух утверждений точнее выражает позицию, которой вы придерживались в прошлую пятницу?

Новости о UAL, появившиеся в пятницу, приведут в будущем к уменьшению случаев поглощения одной компании другой, поэтому новости о UAL вполне могут быть одной из причин внезапного падения курсов акций.

Новости о UAL, появившиеся в пятницу днем, следует рассматривать как трюк по привлечению всеобщего внимания, который привел к тому, что инвесторы усомнились в надежности фондового рынка.

30% опрошенных выбрали первый вариант, 50% — второй, остальные не смогли остановиться на каком-либо одном варианте ответа. Таким образом, новость интерпретировалась большинством как поведение инвесторов⁵. Возможно, правильным будет отметить, что этот новостной повод играл важную роль в крахе фондового рынка, так как представлял собой «легенду», усилившую обратную связь от падения курсов акций к дальнейшему их падению, таким образом продлив последствия самого события на более долгий срок, нежели было бы при отсутствии освещения в СМИ. Тем не менее вряд ли можно назвать это информационное событие причиной краха рынка.

Отсутствие новостей в дни больших ценовых изменений

Можно также проанализировать периоды, когда происходили необычайно большие изменения курсов акций, и задать вопрос: появились ли в те дни в СМИ сообщения чрезвычайной важности? В 1989 г., взяв на вооружение идею, представленную в работе Нидерхоффера, Дэвид Катлер, Джеймс Потерба и Лоуренс Саммерс составили список из 50 наиболее значительных изменений на американском фондовом рынке (данные индекса S&P) начиная со времени Второй мировой войны и для каждого периода в таблице указали причины, предложенные СМИ. Многие из так называемых объяснений не соответствуют параметрам «необычности», а некоторые из них вообще сложно считать важными. К примеру, в числе причин больших ценовых изменений были такие относительно безобидные утверждения: «Эйзенхауэр призывает верить в экономику», «дальнейшая реакция на победу Трумэна над Дьюи», «возобновление покупки акций после предшествовавшего падения курса»⁶.

Кто-то, вероятно, возразит, что не следует ожидать значимых новостей в дни больших курсовых колебаний, даже если рынки функционируют безупречно. Курсовые колебания на так называемых эффективных рынках провоцируют возникновение дискуссий, как только информация становится достоянием общественности; никто не ждет, пока об этих изменениях сообщат СМИ (мы вернемся к этому вопросу в главе 10). Поэтому неудивительно, что, в соответствии с такой логикой, мы не обнаруживаем в газетах новой информации об изменении курсов в тот же день, когда они происходят: неточная или не соответствующая действительности информация, ставшая ранее доступной для обывателя, уже была истолкована заинтересованными в ней инвесторами как важная для формирования аналитических показателей, определяющих курсовую стоимость акций.

Другой аргумент, объясняющий, почему дни необычайно больших изменений курсов акций часто не совпадают с днями появления в СМИ важных новостей, заключается в том, что сочетание различных факторов может привести к значительным изменениям на рынке, даже если эти факторы по отдельности не представляют большого интереса для СМИ. Например, предположим, что некоторые

инвесторы неофициально применяют определенную статистическую модель для расчета действительной стоимости ценной бумаги на основе многочисленных экономических показателей. Если все или большая часть этих показателей говорят об одном и том же развитии событий в конкретный день, даже если по отдельности они не имеют особой важности, вместе они становятся значимыми.

Обе эти интерпретации тонкой взаимосвязи между новостями и динамикой рынка предполагают, что общественность постоянно проявляет интерес к новостям, чутко реагируя на любую информацию о показателях рынка, внимательно складывая в единое целое отдельные факты. Однако внимание общественности функционирует иначе. Наше внимание значительно более отделено от реальности и непредсказуемо. Новости же, наоборот, часто выполняют функцию генератора событий, которые коренным образом меняют представление общества о ситуации на рынке.

Новости как отражение общественных настроений

Воздействие новостных событий на развитие рыночной ситуации часто кажется запоздалым, и задача их состоит в *создании общественного резонанса*. Это может быть реакцией на образы, истории или факты, которые были всем хорошо известны. Ранее эти факты могли быть проигнорированы или расценены как несущественные, однако они приобретают значимость с появлением в СМИ важных новостей. Общественный резонанс может быть *лавинообразным*, поскольку, став однажды объектом чьего-либо внимания, новость привлекает внимание все большего количества людей.

В четверг 17 января 1995 г. в 5.46 утра в японском городе Кобе произошло землетрясение магнитудой 7,2 балла по шкале Рихтера; это было самое разрушительное землетрясение в стране с 1923 г. Реакция мирового фондового рынка на данное событие — интересный объект для исследования, поскольку мы точно знаем, что землетрясение как событие, привлечшее внимание общественности, было вызвано природными факторами, а не в результате деятельности людей и возникло не под влиянием условий рынка, а именно не было ответом на потенциальную возможность изменений на фондовом рынке, а также не стало итогом сочетания нехарактерных значений традиционных экономических показателей. В описанном ранее списке Катлера, Потербы и Саммерса, содержащем объяснения причин 50 крупнейших послевоенных изменений на рынке (на основе показателей индекса S&P в США), отмечавшихся в СМИ, ни одно событие не объяснялось воздействием важных внешних условий, не имеющих отношения к экономике⁷.

Землетрясение унесло жизни 6425 человек. По оценкам Центра по восстановлению промышленности региона Кансай, общий ущерб от землетрясения составил около \$100 млрд. Реакция финансовых рынков на это событие была активной, но запоздалой. Показатели Токийского фондового рынка в тот день упали незначительно, а курсы акций компаний строительного сектора в целом выросли — в связи с ожидаемым спросом на их продукцию и услуги. По оценкам аналитиков того времени, влияние землетрясения на оценку компаний было неоднозначным, поскольку бурное строительство после землетрясения могло стимулировать экономику Японии. Самая активная реакция на сообщение о землетрясении последовала неделю спустя после самого бедствия. По данным на 23 января, японский индекс Nikkei упал на 5,6% при отсутствии каких-либо иных предпосылок, кроме постепенно проникающих в СМИ многочисленных сообщений об уроне, который принесло землетрясение. За более чем 10 дней после катастрофы индекс Nikkei потерял в весе более 8%. Если рассматривать падение индекса как непосредственное последствие разрушений от землетрясения, его следует понимать как продолжение реакции на событие.

О чем же думали инвесторы в течение десяти дней, последовавших за землетрясением? Конечно, теперь невозможно узнать об этом наверняка. Известно только, что в тот период в СМИ появлялась информация преимущественно о землетрясении в Кобе — таким образом создавался новый, отличный от ранее существовавшего образ Японии, что должно было привести к формированию совершенно иного отношения к экономике этой страны. Более того, разгорелись споры по поводу риска новых землетрясений, эпицентром которых мог стать Токио. Несмотря на то, что, в соответствии с результатами ранее проведенных геологических исследований, было давно известно — Токио

находится на территории, где возможны масштабные землетрясения, в период обсуждения этой потенциально возможной проблемы на ней сосредоточили значительно больше внимания, чем обычно. По оценкам Tokai Research and Consulting, Inc, если бы это бедствие, по мощности равное землетрясению 1923 г., случилось в современном Токио, ущерб от него составил бы около \$1,25 трлн⁸.

Еще более неоднозначным, чем прямое влияние последствий землетрясения в Кобе на внутренние рынки Японии, было их воздействие на финансовые рынки в других странах. В тот день, когда индекс Nikkei упал на 5,6%, индекс FTSE 100 в Лондоне опустился на 1,4%, CAC-40 в Париже — на 2,2 и DAX в Германии — на 1,4%. На фондовых рынках Бразилии и Аргентины падение составило порядка 3%. Землетрясение никак не отразилось на этих странах. Лучшее влияние землетрясения в Кобе на фондовые рынки в разных странах объясняет освещение этого стихийного бедствия, а также сопутствующего ему падения рынка в СМИ, что привлекло внимание инвесторов, спровоцировав общественный резонанс, когда в итоге на первый план вышли наиболее пессимистичные предположения.

Вот еще один пример реакции рынка на новости, который показывает, как массмедиа, через создание общественного резонанса, заставляют инвесторов воспринимать всерьез новость, которую при обычных обстоятельствах они сочли бы нелепой и неважной. Постоянно появляющиеся в СМИ сообщения об эпатажном фондовом аналитике Джозефе Гранвилле, по-видимому, вызвали ряд ощутимых изменений на рынке. В новостях сообщалось, что Гранвилл говорил своим клиентам, когда нужно покупать или продавать, и что Гранвилл имел определенное влияние на рынок. Поведение Гранвилла легко привлекало внимание общественности. Его семинары по инвестициям представляли собой причудливое действо, иногда с участием обученного шимпанзе, который умел играть на пианино тему Гранвилла «Блюз держателей акций» (The Bagholder's Blues). Однажды он появился на семинаре одетым в костюм Моисея, в короне и со скрижалями в руках. Гранвилл делал экстравагантные заявления о своих способностях давать точные прогнозы. Он говорил о том, что может предсказывать землетрясения, а однажды заявил, что предсказал шесть из последних семи сильнейших землетрясений, случившихся в разных странах мира. Журнал *Time* цитировал его слова: «Не думаю, что я когда-либо серьезно ошибусь на фондовом рынке». Также он предсказал, что получит Нобелевскую премию по экономике⁹.

Первое сообщение о Гранвилле было опубликовано в СМИ во вторник 22 апреля 1980 г. С появлением информации о том, что он изменил свои рекомендации с краткосрочных на долгосрочные, индекс Dow Jones вырос на 30,72 пункта, или на 4,05%. Этот рост Dow Jones стал крупнейшим за последние полтора года (с 1 ноября 1978 г.). Второе сообщение вышло 6 января 1981 г., после того как Гранвилл изменил свои рекомендации по инвестициям с долгосрочных на краткосрочные. Индекс Dow Jones упал до минимальных показателей за год (с 9 октября 1979 г.). Ни одну, ни другую новость, связанную с этими событиями на рынке, нельзя считать причиной для подобных изменений, и во втором случае и *Wall Street Journal*, и *Barron's* объяснили падение индекса рекомендациями Гранвилла.

Можем ли мы быть уверены, что эти изменения на рынке были вызваны сообщениями о Гранвилле и, предположительно, о его талантах аналитика, способного давать точные прогнозы? Многие полагали, что влияние Гранвилла на рыночные процессы не простое совпадение, которое СМИ чересчур утрировали. Мы можем быть уверены, что некоторые сообщения в СМИ о Гранвилле и его позиции, часто передаваемые из уст в уста, нагнетающе воздействовали на внимание общественности и реакция людей на его прогнозы и падение рынка в период публикации его прогнозов подверглись влиянию возникшего резонанса¹⁰.

Новости в период краха 1929 г.

Вопрос о том, какую роль сыграли СМИ в крахе фондового рынка в 1929 г., обсуждается с момента самого кризиса. В самом деле, загадка, с которой столкнулись историки и экономисты, согласно некоторым версиям, заключалась в том, что перед крахом не было вообще никаких значимых новостей. Но люди до сих пор не могут понять, как это рекордное по своим темпам падение фондового рынка могло произойти при полном отсутствии новостей. Какие соображения возникали в умах

продавцов, заставляя их продавать акции одновременно?

Крах фондового рынка, случившийся в понедельник 28 октября 1929 г., охарактеризовался крупнейшим (до событий 19 октября 1987 г.) однодневным падением индекса Dow Jones (измеряется вычислением разницы между ценой закрытия предыдущего торгового дня и текущего). 28 октября 1929 г. Dow Jones упал на 12,8% в течение дня (на 13,01%, если смотреть на разницу максимума и минимума того же дня). Это второе по масштабам обрушение фондового рынка (случившееся до краха 1987 г.) дало о себе знать на следующий день, когда индекс Dow Jones упал на 11,7% (на 15,9%, если смотреть на разницу максимума и минимума того же дня). Общее падение рынка за эти два дня 1929 г. составил 23,1%. Какие же новости могли способствовать такому обвалу?

Читая центральную прессу за выходные и вплоть до выпусков, вышедших утром во вторник 29 октября, легко заметить, что ничего, что могло бы повлиять на основные показатели рынка, не происходило. Однако именно об этом писали газеты. Утром 29 октября газеты по всей стране цитировали сообщение Associated Press, в котором было сказано, в частности, следующее: «При отсутствии какой-либо новой информации о развитии событий на рынке за выходные и с учетом оптимистичных заявлений президента США Гувера и директоров ведущих компаний промышленного и банковского сектора единственное объяснение причин происходящих событий, которое смогли дать в связи с сегодняшним крахом на Уолл-стрит, заключается в том, что внимательная проверка отчетности за выходные выявила многочисленные упущения, которые не были замечены во время лихорадки прошлой недели». *New York Times* объясняла крах рынка «общей утратой доверия». В газете *Wall Street Journal* сообщалось, что «бизнес в целом не демонстрирует признаков разрушения», а также что крах рынка был вызван «необходимостью ликвидации наиболее слабых участников рынка»¹¹.

Какая еще информация появилась в СМИ в течение тех дней? Утром в понедельник в прессе можно было прочесть о том, что Комиссия по торговле между штатами продолжит процесс изъятия избыточной прибыли у железнодорожных компаний. Также были озвучены и благоприятные сведения о прибыли U. S. Steel. Появились сообщения о пошлинах, которые Ассоциация промышленников штата Коннектикут успешно внесла в законопроект о тарифах на выгодных для штата Коннектикут условиях. Муссолини произнес речь, в которой сказал о том, что «фашистские организации и их члены могут противостоять любому кризису, каким бы внезапным он ни был». Кандидат на пост премьер-министра Франции Эдуар Даладье назначил министра иностранных дел своего будущего кабинета. Британский пассажирский самолет с семьей пассажирами на борту исчез с радаров, находясь над морем. Авианосец «Граф Цеппелин» (Graf Zeppelin) готовили к отправке в экспедицию в Арктику. Команда Ричарда Бёрда продвигалась к Южному полюсу.

После «черного понедельника» рано утром во вторник, второго дня кризиса, появились сообщения о том, что выдающиеся финансисты заверяют: для проведения сделок участникам рынка в тот же день будет оказана серьезная банковская поддержка. Если рассматривать эту информацию как значимую, то ее следует считать хорошей новостью. В числе утренних новостей вторника были также сообщения о том, что двое сенаторов обратились к президенту Гуверу с просьбой изложить свою позицию в том, что касается пошлин на сельскохозяйственную и промышленную продукцию; что сенатор Хайрам Бингхэм пожаловался на то, что группа лоббистов поступила с ним несправедливо; что графу и графине Венгрии был разрешен въезд в страну; и что пропал еще один самолет с пятью пассажирами на борту.

Все эти новости вполне типичны. Если веские причины для краха рынка действительно существовали, в тот период должно было происходить что-то, о чем людям хорошо известно. Можно предположить, что наличие каких-либо опасений спровоцировало бы появление новостей в той или иной форме. Возможно, следует вчитаться в газетные статьи внимательней. Один из авторов, Джуд Ванниски, несмотря на складывавшуюся в СМИ ситуацию, утверждал, что утром в понедельник 28 октября 1929 г. в *New York Times* было опубликовано сообщение, которое, возможно, способствовало падению рынка. Эта новость на первой полосе представляла собой оптимистичное сообщение о возможности перехода на таможенный тариф Смута — Хоули, который в тот момент находился на обсуждении в правительстве. На следующий день это сообщение распространили *Associated Press* и *United News*, и во вторник 29 октября оно оказалось на первых полосах газет и журналов по всей

стране¹².

Вероятно, некоторые полагали, что тариф Смута — Хоули мог негативно повлиять на будущие прибыли американских компаний. Можно предположить, что в целом введение тарифа должно было оказаться выгодным для корпораций, многие из которых стремились к его введению. Однако историки, изучающие кризис 1929 г., сообщают, что введение тарифа могло быть рассчитано на получение иного результата, если учесть, что за этим должны были последовать ответные меры со стороны других государств. Аллан Мелцер утверждал, что введение тарифа может стать причиной, по которой «кризис 1929 г. в своем развитии не последует по тому же пути, что и ситуация с сокращением денежной массы на рынке, происходившая ранее, а перерастет в Великую депрессию»¹³. Однако другие экономисты, в том числе Рудигер Дорнбуш и Стенли Фишер, отмечали, что в 1929 г. экспорт составлял лишь 7% валового национального продукта (ВНП), а в период с 1929 по 1931 г. этот показатель упал лишь на 1,5% по сравнению с данными на 1929 г. Депрессия сама по себе могла отчасти спровоцировать спад в экономике. Дорнбуш и Фишер указали на то, что введенный в 1922 г. тариф Фордни — Маккамбера предполагал повышение пошлин — точно так же, как и тариф Смута — Хоули, и за принятием тарифа Фордни — Маккамбера, разумеется, не последовал подобный кризис¹⁴.

Даже если предположить, что возможность утверждения тарифа Смута — Хоули могла оказать настолько ощутимое влияние на снижение курса акций, следует все же уточнить, появлялись ли в СМИ в течение той недели какие-либо новости, которые могли существенно способствовать принятию данного тарифа. О чем в те дни писала *New York Times*? В субботу 26 октября сенатор Дэвид Рид сообщил, что проект нового тарифа Смута — Хоули не нашел отклика у членов финансового комитета. Этот факт вызвал возражения сенаторов Рида Смута и Уильяма Бора. Газета *Times* процитировала высказывание сенатора Смута: «Если это мнение сенатора Рида, полагаю, он имеет право его выразить. Но это еще не мнение всего комитета по финансам». Сенатор Бора сказал: «Я считаю, что проект этого тарифа будет жить». На следующее утро, 29 октября, *Times* сообщила о том, что сенатор Рид подтвердил свои слова о том, что проект тарифа не прошел обсуждение, ссылаясь на мнения сторонников и противников данного тарифа. Несмотря на то что статья в *Times* была вполне оптимистичной, версия истории, опубликованная в *United News* 29 октября, была далека от оптимизма. В журнале *Atlanta Constitution* в тот же день была опубликована аналогичная статья под заголовком «Сенат потерял надежду установить новый тариф» (*Senate Gives Up Hope of Enacting New Tariff Bill*).

Тем не менее сложно понять, почему такой обмен мнениями между сенаторами, вполне характерный для политических споров, был отнесен к числу важных новостей. Статьи на тему законопроекта о тарифах появлялись часто в то время. Неделями раньше, 21 октября, *Times* процитировала высказывания главы сената, республиканца Джеймса Уотсона о том, что, по его мнению, сенат утвердит законопроект в течение месяца. Тринадцатого октября пресса сообщала о разговоре сенатора Смута с президентом США Гувером, в ходе которого Смут сказал главе государства, что есть шанс на утверждение законопроекта о тарифах к 20 октября. С момента избрания Гувера президентом США оптимистичные и пессимистичные новости чередовались.

Куда важнее новостей об основных показателях рынка в газетных сообщениях, опубликованных в понедельник 28 октября 1929 г., были события, случившиеся несколькими днями ранее и приковавшие к себе внимание людей: тогда на фондовой бирже наблюдалось рекордное снижение курсов акций. Двадцать четвертого октября того же года, в так называемый «черный четверг», индекс Dow Jones упал на 12,9% в течение одного операционного дня, но к концу торгов почти отвоевал свои позиции. Таким образом, средний показатель на момент закрытия биржи упал лишь на 2,1% по отношению к показателям закрытия предыдущего дня. Это событие больше не было новостью, но воспоминание об эмоциях, которые оно вызвало у людей, повлияло на общее настроение в понедельник. Утром в понедельник в свежем номере *New York Times* отмечалось, что Уолл-стрит, «где по субботам всегда так же пусто и тихо, как на кладбище, буквально стоял гул от толпы банкиров и брокеров, стремящихся привести в порядок свои конторы после одной из наиболее напряженных недель в истории... Когда в 10 утра раздастся сигнал о возобновлении торгов, большинство из них будут пристально следить за всем происходящим, готовые к любому исходу». Атмосферу, царившую на Уолл-стрит в субботу, описывали так: «По улицам прогуливались туристы, с интересом поглядывая на здание Биржи и на

офисы банка Morgan, эпицентры драматичных событий в мире финансов прошедшей недели. То тут, то там турист подбирал с мостовой кусочки тикерной ленты точно так же, как туристы подбирают гильзы на полях сражений в качестве сувенира. Автобусы с экскурсантами специально проезжали по этому району»¹⁵.

Действительно, утром того же кризисного понедельника *Wall Street Journal* сочла возможным опубликовать на первой полосе статью о том, что «все ответственные лица утверждают — деловая конъюнктура вполне устойчива»¹⁶. У редакционной коллегии, должно быть, имелись причины полагать, что подобные заверения необходимы для сохранения стабильности рынка. По-видимому, до них дошли обрывки разговоров людей, либо они просто догадывались, как общественность на следующей неделе может отреагировать на сообщения, если принять во внимание серьезный экономический крах четверга.

Вероятно, то, что происходило в понедельник 28 октября 1929 г., было лишь отзвуком, хоть и слишком преувеличенным, всех событий прошедшей недели. Что же обо всем этом сообщали СМИ? По-видимому, СМИ снова решили, что значимых новостей не было. В субботу 27 октября газета *Chicago Tribune* писала: «Чересчур надувшийся информационный пузырь лопнул, что практически никак не повлияло на ситуацию в стране. Тяжеловесная “верхушка” под своим собственным весом рухнула, но землетрясения не произошло». В *New York Times* сообщали, что «рынок рухнул скорее по техническим, нежели по причинам фундаментального характера». Издание *Guaranty Survey*, выпускаемое Guaranty Trust Company, отмечало, что «объяснять волну продаж акций нескольких прошедших недель происками врагов и полагать, что она оказала значительное влияние на ситуацию в бизнесе, было бы большим заблуждением»¹⁷.

Давайте перенесемся назад и вновь взглянем на новости утра «черного четверга» 24 октября 1929 г. Новости опять же не кажутся слишком значимыми. Президент Гувер представил проект развития внутренних водных путей. Сообщали о том, что прибыль Atlantic Refinings достигла максимальных показателей. Глава компании по производству сахара информировал комитет в сенате, занимающийся расследованием случаев лоббизма, что \$75 000 были потрачены в ходе проведенной в декабре кампании по снижению пошлин на сахар. Участники переговоров сообщали о задержке с открытием Банка международных расчетов. Фонд Карнеги заявил об сокращении финансирования спортивных организаций в колледжах. Комитет по яхтенному спорту сообщал о правилах ближайшего кубка по проведению гонок на парусных яхтах. Говорилось также об исчезновении пилота-любителя, попытавшегося в одиночку пролететь через Атлантический океан. Президент Гувер совершил круиз вдоль живописного побережья реки Огайо на речной лодке.

Ничто, казалось бы, даже отдаленно не указывало на какие-либо коренные изменения на фондовом рынке. Но вернемся на день назад. В среду, накануне «черного четверга», в СМИ появились новости о значительном падении рынка (в среду рынок завершил работу с падением индекса Dow Jones на 6,3% по сравнению с закрытием предыдущего дня), и общий объем операций оказался вторым по величине в истории. Может быть, причины следует искать в новостях 23 октября 1929 г.? И опять мы не находим никаких очевидно значимых новостей, лишь ссылки на изменения на рынке, произошедшие ранее. Складывается впечатление, что наиболее важные новости, о которых пишут газеты, связаны с прошлыми изменениями на рынке. Больше всего бросаются в глаза материалы, в которых авторы пытаются объяснить причины случившихся на рынке изменений часто с точки зрения психологии инвестора. У нас нет оснований для того, чтобы рассматривать крах финансового рынка 1929 г. как реакцию на конкретную новость в СМИ. Вместо этого мы наблюдаем лишь отрицательный пузырь, возникающий как обратная реакция на изменения курсов акций, а также вызывающий общественный резонанс в отношении определенных событий на рынке. Такой сценарий ничем принципиально не отличается от других подобных обвалов рынка, включая кризис 1987 г., к рассмотрению которого мы сейчас и перейдем.

Новости в эпоху краха 1987 г.

Девятнадцатого октября 1987 г., когда фондовый рынок рухнул, установив новый рекорд —

дневное падение почти вдвое превысило уровень как 28, так и 29 октября 1929 г. (на сегодняшний день это падение остается рекордным по итогам одного торгового дня за всю историю), — я решил, что мне представился уникальный шанс самому расспросить инвесторов о том, какие новости дня они считают значимыми. Больше не надо было, как раньше при изучении краха 1929 г., полагаться на интерпретацию СМИ, строя догадки о том, что именно может оказаться для инвесторов важной новостью. Насколько мне известно, никто до меня не воспользовался такой возможностью. Результаты моего опроса, в котором приняли участие как институциональные, так и частные инвесторы, были единственными опубликованными итогами исследования, посвященного восприятию инвесторами дня краха рынка¹⁸.

В исследовании, проведенном в 1987 г., я перечислил все появившиеся в СМИ новости за несколько дней, предшествовавших краху, которые могли повлиять на восприятие ситуации на рынке, а также новости, опубликованные в газетах утром в день краха. Я попросил инвесторов сделать следующее:

Пожалуйста, укажите, насколько, на ваш взгляд, важна каждая из следующих новостей от 19 октября 1929 г. с учетом вашей оценки перспектив развития ситуации на фондовом рынке. Оцените, пожалуйста, степень важности каждой новости по шкале от 1 до 7; 1 — новость совершенно не важна, 4 — более или менее важна, 7 — очень важна. Укажите, насколько важными эти новости тогда были именно с *вашей* точки зрения, а не как считали другие.

Я включил в опросный лист десять новостей, а 11-ю строку оставил пустой с пометкой «Другое», чтобы опрашиваемые могли указать в ней вариант, не включенный в список.

По большому счету полученные результаты опроса институциональных и частных инвесторов, а также тех, кто действительно продавал и покупал акции 19 октября, были схожи. Опрашиваемые классифицировали все новости как значимые. По их мнению, большая часть новостей относилась по меньшей мере к уровню 4 по предложенной шкале, т.е. была более или менее важной. Лишь одна новость, получившая среднюю оценку менее 3 по моей шкале, сообщала о сигнале к продаже, данном 14 октября инвестиционным гуру Робертом Пректером, и даже эта новость получила оценку значимости в среднем в 2 балла. При этом новость от 19 октября о том, что США предприняли попытку вооруженного захвата перекачивающей нефтяной станции в Иране, устроив небольшую перестрелку, получила оценку выше 3 баллов. Опрашиваемые не очень активно заполняли пустую строку с пометкой «Другое». В ней они скорее выражали свои соображения и опасения, нежели новости, которые появились в период краха. Наиболее распространенным вариантом ответа, указанного в пустой строке, было упоминание о большом дефиците федерального бюджета, общегосударственном долге или налоговых сборах. Такой вариант ответа дала треть опрошенных частных инвесторов, заполнивших строку для своего варианта ответа, и пятая часть институциональных инвесторов.

Но при рассмотрении результатов опроса больше всего меня поразил тот факт, что среди перечисленных мною новостей наиболее высокую оценку значимости получили сообщения о *прошлых падениях фондового индекса*. Самой важной новостью, по мнению респондентов, было обрушение индекса Dow Jones на 200 пунктов утром 19 октября; этой новости был присужден средний рейтинг 6,54 продавцами — частными инвесторами, участвовавшими в торгах 19 октября, и 6,05 — продавцами из числа институциональных инвесторов, также принимавшими участие в торгах в тот день. Новость о рекордном падении фондового рынка на прошлой неделе (с точки зрения потерянных индексом пунктов) заняла второе место в рейтинге важности новостей.

В одном из вопросов, заданных респондентам, я попросил их вспомнить, как они объясняли падение фондового индекса в день краха: «Вспомните, какая была у вас конкретная теория, с помощью которой вы пытались объяснить причины падения индекса 14–19 октября 1929 г.». Было отведено свободное место, где респонденты могли ответить на этот вопрос своими словами; ознакомившись с ответами, я их классифицировал. Как бы странно это ни показалось, с точки зрения недавнего фондового рынка с традиционными коэффициентами цена-прибыль на том же уровне, что и до краха 1929 г., наиболее распространенный ответ на прямой вопрос о причинах краха состоял в том, что еще до падения рынок был переоценен. Эту причину называли 33,9% частных инвесторов и 32,6% институциональных. Несмотря на то что так ответило менее половины респондентов, это достаточно

много для открытого вопроса. В том же опросе я прямо спрашивал, считали ли респонденты непосредственно перед крахом рынка, что цены на нем были завышены, и 71,7% частных инвесторов (91,0% из них участвовали в торгах 19 октября) и 84,3% институциональных инвесторов (88,5% из них участвовали в торгах 19 октября) дали положительный ответ¹⁹. Другой важной темой ответов были стоп-лоссы, используемые институциональными инвесторами, на что указывало наличие словосочетаний «*институциональные продажи, пакетные торги, стоп-лоссы, компьютерный трейдинг*»; 22,8% частных инвесторов и 33,1% институциональных упомянули в своих ответах эту тему. Также упоминалась в ответах и нелогичность действий инвесторов, которые, судя по утверждениям, были немного не в себе, или что крах рынка произошел из-за паники инвесторов или их непостоянства во взглядах. Об этом сказали 25,4% частных инвесторов и 24,4% институциональных инвесторов. Ни одна из этих тем не имела ничего общего с последними главными сообщениями СМИ в те дни — они связаны лишь с самим кризисом.

Следующим в моем опросном листе был вопрос: «Какая из приведенных ниже фраз точнее описывает ваше теоретическое объяснение обвала рынка: психология инвесторов или изменение основных показателей — таких, как объем прибыли и процентные ставки?» Большинство — 67,5% институциональных инвесторов и 64,0% частных инвесторов — выбрали вариант «психология инвесторов».

Таким образом, создается впечатление, что крах фондового рынка был в значительной степени связан с *петлей обратной психологической реакции* со стороны широкого круга инвесторов на снижение курсов акций и, следовательно, на дальнейшее их падение — наподобие отрицательного пузыря, о чем мы говорили в главе 4. Очевидно, крах рынка никак не зависел от сообщений в СМИ, кроме разве что тех, где говорится о самом крахе и, скорее даже, о причинах продажи акций инвесторами и психологии последних. Реакцией президента США Рональда Рейгана на разразившийся кризис стало создание комиссии для оценки сложившейся на рынке ситуации; главой комиссии был назначен министр финансов Николас Брейди. Президент поставил перед комиссией Брейди задачу разобраться в причинах краха и сообщить о них ему, а также представить свои предложения о том, как следует действовать далее. Профессиональные инвесторы, как правило, чувствуют себя не в своей тарелке, делая официальные заявления для прессы о причинах подобных событий, поэтому многие репортажи о причинах краха часто далеки от реальных причин происходящего. Однако члены комиссии под руководством Брейди выполняли распоряжение президента США и потому обязаны были досконально изучить возникшую проблему. В итоге в их отчете видно стремление собрать все факты, имеющие отношение к исследуемому событию, и разъяснить причины обвала рынка в 1987 г. В отчете они объясняют возникший кризис так:

Внезапный обвал фондового рынка, случившийся в середине октября, был спровоцирован следующими событиями: неожиданно высокие показатели торгового дефицита, в результате чего значительно выросли процентные ставки, а также предложения о принятии нового налогового законодательства, которое могло привести к падению курсов акций компаний, которым угрожало поглощение другими компаниями. Первоначальное снижение курсов произошло механически — многие институциональные инвесторы, использующие стратегию страхования своего портфеля, начали продавать акции, не реагируя на изменения курса, так же действовали некоторые взаимные фонды, реагируя на выкуп паев. Активные продажи этими инвесторами, а также вероятность сохранения подобной тенденции в будущем спровоцировали агрессивно настроенные трейдинговые компании продавать акции в предвкушении дальнейшего обвала рынка. Среди этих компаний, помимо хедж-фондов, были и некоторые пенсионные и целевые фонды, управляющие компании и инвестиционные банки. Эти продажи, в свою очередь, стимулировали продажи со стороны компаний, занимающихся страхованием инвестиционных портфелей, а также взаимных фондов²⁰.

Заключение комиссии Брейди во многом схоже с выводами, сделанными мною на основе проведенного опроса, посвященного обвалу рынка. Под «продажами акций вне зависимости от изменения их курса» они подразумевали продажу акций как ответную реакцию на падение их курса вне зависимости от того, насколько он упал к моменту сделки, т.е. продажу при любом курсе. В отчете комиссии довольно ясно сказано о том, что обвал рынка был спровоцирован тем, что я назвал бы

петлей обратной связи, когда первоначальное падение курса приводит к тому, что многие инвесторы уходят с рынка, таким образом провоцируя новое падение курса. Комиссия Брейди указала также, что крах 1987 г. был в действительности отрицательным пузырем.

Сильная сторона исследования, проведенного комиссией Брейди, по сравнению с моим состоит в возможности доступа к крупным инвестиционным организациям. Их исследование дополняет мое в том смысле, что ими было сделано заключение о том, что в период обвала рынка действовала петля обратной связи. Однако их выводы несколько отличаются от моих тем, что на первое место они ставят содержание новостей. Кроме того, согласно их заключению, большая часть торговых сделок осуществлялась скорее «механически» или «как ответная реакция», чем под влиянием психологических аспектов или стадного чувства.

Согласно результатам моего исследования, торговый дефицит и высокие процентные ставки, названные в отчете комиссии Брейди, нельзя считать наиболее важными аспектами, с точки зрения инвесторов. Я включил эти показатели в свой опросный лист и получил несколько равнодушную реакцию на них со стороны опрашиваемых (в основном оценка в 4 балла). Более того, если рассмотреть эти два аспекта (торговый дефицит и высокие процентные ставки) в долгосрочной перспективе, в их историческом развитии, становится очевидно, что изменения того и другого не были внезапны. По сути, ничего не произошло ни с торговым дефицитом, ни с процентными ставками.

Находящийся на рассмотрении налоговый закон, о котором упомянула комиссия Брейди, совершенно не привлек моего внимания как важная новость, которую стоит включить в опросный лист. Новость о налоговом законодательстве появилась 14 октября, за пять дней до обвала рынка, и мне показалось, что она не привлекла значительного внимания в те дни, приближавшие рынок к падению. Председатель Бюджетного комитета палаты представителей Дэн Ростенковский полагал, что налоговые изменения будут препятствовать поглощению одних компаний другими. Изменение налога на прирост капитала серьезно повлияло на тех, кто пытался объяснить причины краха: по их мнению, эти изменения играли основополагающую роль в формировании цен на акции на эффективном рынке.

Когда я узнал о том, какое значение могла иметь эта новость, я вновь просмотрел заполненные опросные листы, чтобы найти, не указывал ли кто-либо из респондентов эту новость в строке «Другое». Я не обнаружил ни одного упоминания о ней в 605 опросных листах, заполненных частными инвесторами, и лишь трое из 248 институциональных инвесторов упомянули об этой новости в своих ответах. Очевидно, что данную новость нельзя рассматривать как главную причину краха²¹.

Комиссия Брейди достаточно много внимания уделила распространенному в среде институциональных инвесторов страхованию инвестиционных портфелей. Портфельное страхование — стратегия минимизации убытков, разработанная профессорами Калифорнийского университета в Беркли Хейном Лиландом и Марком Рубинштейном и впоследствии, в 1980-е гг., успешно ими продаваемая среди институциональных инвесторов. На самом деле «портфельное страхование» — неверное название, поскольку стратегия была задумана всего лишь как план по продаже акций. Он предполагает применение сложных математических моделей, но в действительности это не более чем формализованная процедура по уходу с рынка путем продажи акций, когда их курс начинает падать. В своей статье о портфельном страховании, вышедшей в 1980 г., Лиланд признает: «Некоторые “золотые правила”, такие как “покупай растущие, избегайся от падающих” или “продавай на максимуме, покупай на минимуме”, окажутся оптимальной стратегией активной торговли для определенных инвесторов»²². Таким образом, применяя портфельное страхование, инвесторы продолжают делать то же, что и ранее, но с большей математической точностью и при более тщательном планировании. Учитывая ее запоминающееся название — «портфельное страхование», предполагающее, что стратегия разумна и целесообразна, а также ее инновационный имидж, применение этой стратегии, вполне вероятно, заставило многих инвесторов активнее реагировать на последние колебания курсов.

Внедрение системы портфельного страхования многими институциональными инвесторами стало своеобразной модой — прогрессивной, но все же модой. С того момента, как система получила свое наименование (до 1980 г. термин «портфельное страхование» не применяли), появилась возможность отслеживать движение этой моды по упоминаниям в СМИ. Я сделал запрос в базе данных по бизнес-периодике ABI/INFORM и нашел лишь одну ссылку на портфельное страхование за период с

1980 по 1983 г.; 4 ссылки — за 1984 г.; 6 — за 1985 г.; 41 — за 1986 г.; и 75 — за 1987 г. Число ссылок на портфельное страхование неуклонно росло, напоминая своего рода простейшую модель распространения эпидемии, когда болезнь передается от человека к человеку, о чем речь пойдет в главе 923.

Итак, развитие портфельного страхования изменило саму реакцию многих инвесторов на последние курсовые изменения, произошедшие незадолго до кризиса 1987 г. Вероятно, силу обратной связи создавали и другие изменения, но, поскольку они не были так четко отслежены, как портфельное страхование, нам трудно их определить. Однако важно, что *именно изменившийся характер обратной связи стал истинной причиной обвала рынка, а не новости, появившиеся в СМИ в этот период.*

На обратную связь могут влиять разные факторы — и сами новости, разумеется, тоже. Утром в день обвала рынка 1987 г. в *Wall Street Journal* был опубликован график изменений индекса Dow Jones за 1980-е гг., а сразу под ним располагался аналогичный график за 1920-е гг. вплоть до кризиса 1929 г., захватывая месяц после него²⁴. Графики располагались непосредственно один под другим, поэтому текущая дата находилась на одной линии с датой обвала рынка 1929 г., и, значит, согласно графикам, события 1929 г. могли повториться. У инвесторов была возможность ознакомиться с этими графиками за завтраком, прежде чем обвал рынка 1987 г. действительно случился. *Wall Street Journal* прямо сказала своим читателям, что в тот день мог произойти кризис. Справедливости ради заметим, что эта новость не была размещена на первой странице, к тому же ни одна новость сама по себе не может спровоцировать обвал рынка. Однако это короткое сообщение и сопровождающие его графики, опубликованные рано утром в день обвала рынка, вероятно, заставили первых ознакомившихся с ними инвесторов сделать тревожные предположения.

Утром 19 октября 1987 г., когда стало известно о первых значительных снижениях курсов акций на рынке, в голове многих инвесторов возник образ кризиса 1929 г. и вопрос: «неужели это повториться снова?». Под «этим» они подразумевали Великий крах фондового рынка 1929 г., о котором говорилось в *Wall Street Journal*, а не кризисы 1907 или 1932 г. и не прочие многочисленные примеры значительных биржевых колебаний, о которых уже почти совсем забыли. Мысленный образ крупнейшего краха рынка за всю историю, который мог произойти и в тот день, вероятно, усиливал ответную реакцию и приводил к обрушению курсов акций в дальнейшем. Этот образ также заставлял задуматься о том, насколько сильно может упасть рынок, прежде чем начнется обратный процесс — решающий фактор, определяющий, насколько серьезным в действительности было падение. Что касается обвала рынка 19 октября 1987 г., падение индекса Dow Jones было практически таким же, как и 28–29 октября 1929 г.: 22,6% в 1987 г. против 23,1% в 1929 г. Тот факт, что снижение рынка в обоих случаях было почти идентичным, можно рассматривать как совпадение, тем более, учитывая, что в 1987 г. обвал рынка занял два дня, а не один и лишь немногие инвесторы в 1987 г. точно знали, насколько упал рынок в 1929 г. С другой стороны, многие имели представление о том, каким был обвал в 1929 г., и это были те немногочисленные данные, которые были доступны инвесторам 19 октября 1987 г. и на основе которых они могли сделать предположение о том, когда падение рынка должно прекратиться.

Усиление обратной связи, произошедшее в период обвала 1987 г., следует рассматривать как постепенно меняющуюся ценовую обратную связь, поскольку инвесторы со временем меняют свои методики и подходы. Было бы ошибкой утверждать, что усиление обратной связи — это результат исключительно технических инноваций в связи с появлением портфельного страхования. Несмотря на использование компьютеров при реализации стратегии портфельного страхования, до сих пор именно люди решают, какие инструменты применить, и они же оценивают, насколько быстро принимаемые меры окажут воздействие на падающий рынок. Разумеется, есть еще много людей, которые, зная об использовании системы портфельного страхования, озвучивают свою реакцию на произошедшие ранее курсовые изменения в зависимости от их восприятия реализации этой стратегии другими инвесторами. В данном случае портфельное страхование представляет для нас интерес, поскольку наглядно демонстрирует, как может измениться человеческое мышление и воздействовать на общую ситуацию, когда обратная реакция на изменение курсов влияет на динамику курсов в будущем, создавая таким образом их потенциально возможную нестабильность.

В главе 1 мы отмечали, что существует поразительное сходство в функционировании фондовых рынков разных стран, а в главе 2 говорили об удивительной схожести рынков жилья в разных городах мира. Это своего рода загадка, если учесть, что существенные экономические различия регионов не предполагают подобного сходства. Кажется невероятным, что оно возникает непосредственно в результате переноса обратной связи от цен одной страны на цены в другой. Большинство людей лишь изредка анализируют данные других стран либо не делают этого вовсе. Одна из причин сходства, должно быть, заключается в существовании СМИ как опоры глобальной культуры, а также опоры глобальной культуры спекуляций, где всех беспокоят лишь взлеты и падения цен акций.

Парижане не смотрят британское телевидение и редко читают британские газеты, лондонцы не смотрят французское телевидение и редко читают французскую прессу. Тем не менее люди, которые пишут статьи для СМИ этих стран, следят за новостями друг друга. Это одна из хитростей, которые они, как профессионалы своего дела, освоили и применяют на практике. Разумеется, журналисты новостных массмедиа, особенно это касается серьезных изданий, чувствуют необходимость читать новости других стран, дабы не пропустить важную информацию. Помимо этого, репортеры по опыту знают, что лучший способ создать хорошую копию — зацепиться за чужую успешную идею. Серия публикуемых статей на одну тему в иностранных СМИ говорит об успешности новости, и этот успех можно легко повторить в своей стране, если опубликовать эту новость, внося небольшие изменения и корректировки в расчете на местные вкусы и ассоциации.

Экономисты редко говорят о СМИ как о силе, формирующей единство разных стран; общественность полагает, что экономисты должны вычислять влияние таких показателей, как процентные ставки и курсы валют, а не разъяснять, что пишут в газетах по всему миру. Мы уже отмечали, что общественность, как правило, не считает, что культура и психология оказывают значительное влияние на рынок, и поэтому экономисты, в частности экономисты, специализирующиеся на вопросах бизнеса, которые представляют результаты своей работы по большей части на суд общественности, а не других профессионалов, осознают, что им выгодно соответствовать ожиданиям общественности. Так поведение экономистов лишь укрепляет людей в их представлении об истоках рыночных колебаний.

Одна из причин, почему американский фондовый рынок оказывает непропорционально большое влияние на рынки других стран, заключается в том, что английский язык стал международным. Иностранному репортеру и журналисту, как правило, способным изъясняться на английском языке, значительно проще отслеживать новости из США и Великобритании, чем из Германии или Бразилии. Работа репортера предполагает строгие временные рамки, что требует умения быстро реагировать на изменения. Многие журналисты способны отыскать новость из любой страны на английском языке и в кратчайшие сроки превратить ее в новость, рассчитанную на читателя своей страны. Это самая верная стратегия. Даже если оригинальная новость была на английском языке, практически ни один зритель или читатель не догадается, что журналист нашел ее в зарубежных СМИ. Однако сложнее будет проделать то же самое с новостью, написанной на менее распространенном языке.

Одна из причин, почему бум на рынке жилья в Бостоне, разразившийся в середине 1980-х гг., перекинулся на Лондон, а далее на Париж и Сидней (см. рис. 2.3), заключается в том, что эта история прошла тестирование сначала в одной стране, где случился бум, а потом ее просто скопировали другие страны. Эта история не сработала в Берлине или Токио, вероятно, потому, что она не заслужила такого доверия в странах, переживающих период переоценки ценностей, выявляя в ходе этого слабые места своей экономики. История, связанная с бумом на рынке жилья, стала примером грандиозного экономического успеха, а подобные сюжеты достаточно большая редкость. Профессиональные журналисты инстинктивно догадываются, готова их страна к тому, чтобы получить копию такой истории из другой страны, или нет.

Сообщения из зарубежных источников могут вызвать особенно сильный резонанс при публикации в изданиях (например, в газетах для интеллектуалов), которые предпочитают люди,

живущие в крупных городах. Социолог Роберт Мертон утверждал, что в мире существует два типа людей: космополиты (рассматривающие все с точки зрения глобальных процессов) и локалисты (ориентированные сугубо на свое место проживания)²⁵. У космополитов всего мира общая культура. Жители крупных городов мира благодаря СМИ могут быть культурно ближе к тем, кто живет далеко от них в другом городе (несмотря на языковой барьер), чем к тем, кто живет с ними в одной стране, но в провинции. Неудивительно, что цены на жилье в таких городах часто испытываются синхронные колебания.

Роль СМИ в пропаганде спекулятивных пузырей

Роль массмедиа на фондовом рынке состоит не в выполнении функции удобного инструмента для инвесторов, реагирующих непосредственно на значимые новости экономики, как многие полагают. СМИ активно формируют общественное мнение и категории мышления, а также создают среду, в которой разыгрываются события на спекулятивном рынке, наблюдаемые нами.

Примеры, приведенные в этой главе, иллюстрируют, каким образом СМИ выполняют функцию основного вдохновителя изменений на спекулятивном рынке, стараясь сделать новости интересными для своей аудитории. Порой они стремятся повысить интерес аудитории, связывая новость с изменениями курсов, о которых людям уже известно, при этом делая акцент на этих изменениях и привлекая к ним повышенное внимание. Либо они могут напомнить аудитории о событиях, произошедших на рынке ранее, или о возможных торговых стратегиях других инвесторов. Таким образом СМИ провоцируют сильнейшую обратную связь от прошлых изменений курсов к дальнейшим изменениям; они также создают целую цепь событий, которую мы назвали общественным резонансом. Это не означает, что массмедиа — единая сила, вбрасывающая новые идеи в абсолютно пассивную аудиторию. СМИ представляют собой канал массовой коммуникации, цель которого — интерпретировать события в рамках конкретной поп-культуры, но у этой поп-культуры есть своя внутренняя логика и свои процессы. Мы переходим к рассмотрению некоторых основных идей, бытующих в нашей культуре, изменение которых на протяжении времени связано с изменяющейся ситуацией на спекулятивных рынках.

Глава 6

Новая экономическая эра

Рост спекулятивного рынка часто связывали с широко бытующим мнением, что его будущее является более очевидным и определенным, чем его прошлое. Время от времени в описании его будущего проскальзывало такое выражение, как «*новая эра*».

Безусловно, в том, что мир вступал в новую эру, есть доля истины. Общий тренд на протяжении прошлого века заключался в повышении жизненных стандартов и снижении экономических рисков для граждан. По многим параметрам постепенно наступала новая, более совершенная эра. Характерная особенность распространенного нового экономического мышления заключается в том, что оно не последовательно, а довольно дискретно.

В отличие от беспорядочных ссылок на «новую эру» в массовой культуре, экономисты и другие влиятельные эксперты, несколько раз провозглашавшие в мировой истории наступление новой эры, как правило, были осторожны в выборе слов. Чаще всего они почти уверены в устойчивости тех или иных долгосрочных трендов.

Экономисты иногда могут что-то и упустить, поскольку слишком заикливаются на цифрах и не видят последних изменений технологического или институционального плана, которые многие рассматривают как знаки «*новой эры*». Но чаще что-то ускользает от взора общественности, которая бурно реагирует на нечто новое, становящееся вдруг популярным, забывая о примерах подобных историй, много раз случавшихся прежде.

Например, в появлении Интернета в середине 1990-х многие обыватели увидели кардинальные перемены, которые должны были повысить эффективность экономики, поскольку Всемирная сеть имеет особое значение как с точки зрения коммуникаций, так и с точки зрения дистрибуции. Но если мы хотим убедиться в том, что Интернет — это система коммуникаций и дистрибуции, более способная *ускорить* экономический рост, чем что-либо ранее, то нам следует сравнить его с аналогами в прошлом — почтой, железной дорогой, телеграфом, телефоном, автомобилем, самолетом, радио и строительством автострад. Все эти изобретения оказали в свое время значительное влияние на экономику, выводя ее на новый уровень. Трудно утверждать, что Интернет сегодня способствует росту экономики активнее, чем все перечисленные изобретения в прошлом, и нет никаких причин ожидать более быстрого роста, чем это было до него. Но в общем и целом люди не делают подобных сравнений.

Очень трудно проследить, как теория о наступлении «*новой эры*» (или любая другая популярная экономическая теория) повлияла на общество в разное время. Например, трудно проследить эволюцию идей с помощью опросов, потому что никому в голову не придет спрашивать людей об определенных идеях после того, как о них уже столько сказали.

Мы можем взять компьютерные базы, посмотреть статистику публикаций и выяснить динамику частоты использования некоторых экономических терминов, но подобные исследования дают весьма приблизительные результаты, поскольку теряются многие нюансы, связанные с их использованием. Когда я пытался узнать, как часто применялась фраза «*новая эра*» в годы перед пиком фондового рынка 2000 г., то обнаружил, что данный термин использовался в таком многообразии контекстов, что исследовать его отдельно не имело смысла. С другой стороны, с помощью базы Lexis-Nexis я выяснил, что в английском языке термин «*новая экономика*» вошел в обиход только после появления центральной статьи июльского номера *Business Week* в 1997 г., в которой он приписывался Алану Гринспену, что стало очередной сомнительной поворотной точкой в его идеях с момента его речи об иррациональном оптимизме, прозвучавшей несколькими месяцами ранее¹. Термин «*новая экономика*» активно использовался до самого пика фондового рынка в 2000 г. (Ассоциация термина с одной из влиятельных фигур представляет собой еще один наглядный пример того, как отдельные личности или события в медиапространстве могут изменить общественное мышление.)

Но еще до статьи в *Business Week* термин «*новая эра*» в данном контексте прозвучал в паре статей в *Boston Globe* в июне 1997 г. — «*тезисы новой эры*», «*теоретики новой эры*», «*новая экономическая школа*», а Ральф Акампора, директор департамента технического анализа в Prudential Securities, был

назван в числе представителей указанной школы. В августе 1997 г. Пол Кругман в своей на шумевшей статье, опубликованной на страницах *Harvard Business Review*, раскритиковал вновь появившуюся теорию новой экономики, что, конечно же, добавило термину популярности². Мои исследования также показали, что до 1997 г. (были изучены статьи за десять лет) термин «новая эра» изредка использовали для обозначения оптимистичных экономических перспектив, но, по всей видимости, особого хождения он не имел.

Любопытно, что истории о «новой эре» стали появляться в районе 1997 г., что примерно совпадает с началом бума на рынке недвижимости в Соединенных Штатах и других странах. В Бостоне, Лос-Анджелесе, Париже и Сиднее бум резко начался примерно в 1997 г. (это видно на рис. 2.3), в Лондоне же рост цен на недвижимость начался еще раньше — за год с лишним до этого.

Термин «новая эра» при описании экономики приобрел особую популярность после того, как фондовый рынок набрал хороший темп роста в 1990-е гг., что не могло никого оставить равнодушным, а все истории о «новой эре» сводились к рынку ценных бумаг³. И провозгласили начало «новой эры» не экономисты, взглянув на данные национального дохода страны или проанализировав другую информацию, отражающую реальную экономическую ситуацию. Теория «новой эры» появилась главным образом как некая интерпретация бума на фондовом рынке. И это не удивительно. Бум на рынке ценных бумаг — событие знаменательное, требующее соответствующей оценки. В свою очередь, если темпы роста ВВП, скажем, увеличились с 2 до 3%, то это, возможно, обрадует экономистов, но не общественность. Это что-то из разряда иллюзорного и экзотерического, и подобная информация просто не может противостоять тому потоку «кричащих» новостей, которые каждый день обрушиваются на головы обычных граждан.

Всякий раз, когда рынок достигает очередного максимума, появляются разного рода эксперты, писатели и прочие известные люди, у которых уже наготове объяснения оптимистических настроений, наблюдаемых на рынке. Журналисты не всегда могут правильно истолковать происходящее и предполагают иногда, что сказанное сильными мира сего как раз и вызывает изменения на рынке. И хотя знаменитости действительно могут влиять на рынки, часто их высказывания просто следуют за движением рынка. Однако идеи о начале «новой эры», продвигаемые ими, являются частью процесса, который поддерживает и даже усиливает бум, т.е. частью механизма обратной связи, который, как мы убедились, способствует возникновению спекулятивных пузырей.

Защитник идей рациональности рынков, возможно, скажет, что, даже если дискуссии вокруг темы «новой эры» действительно являются причиной бума, из этого не следует, что новости о подобных дискуссиях должны способствовать разрастанию бума. С технической точки зрения, конечно, возможно, что подобные обсуждения подстегивают такие бумы (несмотря на тот факт, что большинство дискуссий о новой экономике в СМИ, похоже, совпали с началом бума на фондовом рынке или же начались с его окончания). Новостные СМИ, видимо, даже слишком поздно обратили внимание на подобные обсуждения.

Но такие доводы в защиту рациональности рынков выглядят не очень убедительно, если мы посмотрим на то, что волновало частных инвесторов. Их заинтересованность в поиске аргументированных причин того, что ждет корпоративный сектор в будущем, была настолько мала, что вряд ли кто-то втайне думал о наступлении «новой эры» с точки зрения объемов корпоративных прибылей, без привязки к росту курсов акций в прошлом.

Оказывается, большинство людей не интересуют долгосрочные прогнозы относительно агрегированных показателей экономического роста. Согласно экономической теории, они должны, возможно, интересоваться, если ведут себя рационально. Но в действительности для них это слишком абстрактно, скучно и сложно. Общество интересуется будущими технологиями, к примеру, какими удивительными возможностями будут обладать компьютеры, а не определение доходов американских корпораций в ближайшие годы. Сомневаюсь, что многие сегодня могут правильно оценить совокупную прибыль американских корпораций с точностью до порядка величин. Вряд ли им интересно прогнозировать, насколько изменятся эти показатели прибыли.

Как показывает история, временами в обществе живут невидимые силы, которые не проявляются ни в СМИ, ни в дискуссиях, пока не происходит какое-то значимое событие. Но подобные течения в

общественном мнении обычно связаны с наивными теориями, в основе которых лежат личные наблюдения или необоснованные предубеждения в отношении меньшинств или иностранных государств. У общества нет каких-либо потаенных мыслей о темпах экономического роста⁴.

Большинство людей считает, что фондовый рынок реагирует на новые экономические теории. На самом деле оказывается, что фондовый рынок часто сам *создает* новые экономические теории благодаря журналистам, старающимся объяснить изменения курса ценных бумаг. Ситуация напоминает спиритический сеанс, участники которого пытаются интерпретировать движения своих дрожащих рук и перевести все в предсказания. Или фондовый рынок рассматривается как некий оракул, делающий таинственные и бессмысленные заявления, которые мы затем просим интерпретировать нашими гуру, ошибочно наделяя их слова силой.

В этой главе я проанализирую идеи «новой экономической эры», связанные с предыдущими бумами на фондовом рынке и рынке недвижимости США. Также я расскажу о том, что волновало общество после наступления «новой эры». Мною будут использованы самые последние примеры, являющиеся прямым доказательством того, о чем думают люди и что их беспокоит в первую очередь.

Оптимизм 1901 г.: пик XX в.

Как уже говорилось в главе 1, первый из трех главных пиков коэффициента цена-прибыль, начиная с 1881 г., случился в июне 1901 г., на заре XX в. За год фондовый рынок значительно вырос, и в середине 1901 г. наблюдатели заговорили о настоящей спекулятивной лихорадке: «Вспышка спекулятивных настроений в апреле 1901 г. представляет собой нечто, что вряд ли можно сравнить с другими примерами спекулятивной мании... Газеты были полны историй о том, как официанты отелей, офисные клерки, даже привратники и портные заработали на спекуляциях большие деньги. Можно представить, как это влияло на общество»⁵.

С наступлением нового века с января 1901 г. усилились разговоры о будущем и ожидаемом техническом прогрессе: «Трамваи будут развивать скорость 150 миль в час... издатели газет будут только нажимать кнопки, а все остальное за них будут делать машины... продавцов в больших магазинах заменят фонографы, а автоматическая рука будет давать сдачу»⁶. Гульельмо Маркони в 1901 г. осуществил первую трансатлантическую передачу радиосигнала, и начали ходить слухи о скорой организации радиосвязи с Марсом.

На Панамериканской выставке в Буффало (штат Нью-Йорк), проходившей с 1 мая по 1 ноября 1901 г., акцент был сделан на высоких технологиях. Ее центральным экспонатом была 375-футовая электрическая башня, освещенная 44 000 лампочек, электричество к которым поступало с генераторов, установленных на Ниагарском водопаде. Башня поражала воображение, и посетители были ею «просто очарованы»⁷. Электрический дом представлял собой собрание всех чудес электричества. Здесь были и прототип современного факсимильного аппарата — машина, передающая изображения по проводам; и телеавтограф — машина, способная передавать образец подписи на большие расстояния (прототип устройства верификации подписи владельца кредитной карты). На выставке предлагали даже совершить импровизированное путешествие на Луну на одноименном воздушном корабле: посетитель мог прогуляться по лунным улицам и магазинам.

В каком-то смысле в 1901 г. казалось, что эпоха высоких технологий, компьютеров, космических полетов вот-вот наступит, несмотря на то что описания идей отличались от того, что мы видим сегодня. Люди были настроены оптимистично, и первое десятилетие XX в. принято называть «эпохой оптимизма», «эпохой уверенности» или «эрой самоуверенности». Настроения тогда и сегодня, спустя век, примерно схожи. Учитывая, как активно эксплуатируют современные СМИ такие темы, как годовщины и наступления знаковых событий, а также склонность людей рассматривать их как нечто символичное — начало чего-то нового, связывая с ними явно завышенные надежды и ожидания, наступление нового века может считаться чем-то оптимистичным. Пример 1901 г. показывает, что оптимизм смены веков, который мы испытываем сегодня, может растянуться на долгие годы, по крайней мере в каком-то виде, при условии, что на него не слишком давят негативные последствия событий мирового масштаба.

Но существовала и другая причина, почему в 1901 г. все считали, что фондовый рынок должен расти. Все заглавные новости из мира бизнеса в газетах за последние несколько лет были посвящены созданию большого количества объединений, трастов и слияний в разных сферах бизнеса, такие как история образования U. S. Steel из множества мелких сталелитейных компаний. Многие аналитики фондового рынка в 1901 г. считали подобные изменения важными, а термин «*общность интересов*» часто использовали для описания принципов новой экономики, которые стояли за ним. В апреле того же года в передовице *New York Daily Tribune* говорилось:

Но наступила новая эра, эра «общности интересов», которая, надеемся, позволит избежать губительного сокращения цен и предотвратить крах, как это было во времена прошлого спада деловой активности, создавшего большие проблемы во всех отраслях экономики. К примеру, в черной металлургии, в одной из ведущих отраслей, которая, по словам Эндрю Карнеги, была принцем и одновременно нищим мира промышленности. Это очень богатая отрасль, но в ней то и дело возникает глубокий кризис. Процесс консолидации множества разрозненных фирм в десяток более крупных компаний, продолжающийся последние лет 20, теперь должен завершиться объединением последних в гиганта, которого еще не знал мир. И если инициаторы этого мегапроекта не обманутся в своих ожиданиях, то в результате удастся значительно повысить экономическую эффективность, избавившись от необходимости строительства лишних заводов для обеспечения конкурентных преимуществ, а также за счет упразднения дублирующих позиций, установления единых цен на продукцию, увеличения объемов экспорта за счет более низких цен, результата экономии от объединения.

На железной дороге по этим же причинам компании также стремятся объединиться. Конкурирующие дороги консолидируются, используя различные арендные схемы, что позволяет им снижать операционные затраты и больше не заниматься сокращением расценок, а представители крупных железных дорог входят в комиссии, которые прежде проводили жесткую политику по сокращению расценок, и оказывают на них серьезное влияние, если не сказать, контролируют⁸.

Причины для оптимизма в отношении фондового рынка очевидны. Легко поверить, что отсутствие конкуренции позволит корпорациям получать большую прибыль, используя свое монопольное положение, и тем самым повысить курс своих акций.

Но в центральной статье не упоминается о потенциальной возможности появления антимонопольного закона, который положит конец эре «общности интересов». В сентябре 1901 г. во время посещения Панамериканской выставки президент США Уильям Маккинли, стоявший на страже интересов деловых кругов, был убит. Его заменил вице-президент, «ковбой» Тедди Рузвельт. И буквально через шесть месяцев, в марте 1902 г., Рузвельт стер пыль веков со всеми забытого документа под названием «Антимонопольный закон Шермана» (1890 г.) и использовал его против Northern Securities Company. В течение последующих семи лет он проводил активную антимонопольную политику. Когда выяснилось определенное несовершенство «Закона Шермана», то ему на смену пришел «Антимонопольный закон Клейтона» (1914 г.), способствовавший продолжению атак правительства на различные объединения корпораций.

Предположения теории «общности интересов» относительно курсов акций были ошибочными; те, кто испытывал чрезмерный оптимизм, опираясь на данную теорию, совсем не думали, что может что-то пойти не так. Никто не верил, что общество воспротивится такому перетеканию богатства к держателям акций. По всей видимости, это никому не приходило в голову, потому что тогда еще не проводилось какой-то определенной антимонопольной политики. Помимо этого, размышляя об уровне фондового рынка, безусловно, следует обратить внимание и на показатели долгосрочной прибыли в течение ближайших десятилетий, а также на потенциальные возможности общества вносить свои коррективы, как положительные, так и отрицательные, в процесс управления прибылью.

При обсуждении уровня фондового рынка редко когда рассматривается возможная реакция государства на уровень прибыли корпораций, даже притом, что государственная политика в этом отношении со временем существенно изменилась. Только ставка налога на прибыль корпораций менялась много раз: от 0% в 1901 г. до 1% в 1911 г., 10% в 1921 г., 14% в 1931 г., 31% в 1941 г., 50,75% плюс налог на сверхприбыль — 30% — в 1951 г. до 35% сегодня. Несмотря на то что американское

правительство за эти годы повышало налог на прибыль корпораций с 0 до 50,75%, успешно национализируя более половины фондового рынка, потенциальные изменения в области налога на прибыль редко звучат в обсуждениях перспектив развития рынка.

Пример 1901 г. — иллюстрация ошибочности подхода с позиции некой «новой эры». При таком подходе все внимание концентрировалось на внешнем эффекте событий, которые постоянно фигурировали в новостях. Мало кто обращал внимание на гипотетические варианты развития событий, даже с высокой степенью вероятности.

Другой важный лейтмотив того же 1901 г. заключался в том, что акции теперь находились в «надежных руках»: «Акции сменили владельцев. Теперь они не принадлежали обычным спекулянтам, ими владели те, кто мог обеспечить им защиту при любых обстоятельствах — Standard Oil, Morgan, Kuhn Loeb, Gould, Harriman Interests и т.п. Эти финансовые гении страны, очевидно, знают, что будет, если они начнут продавать акции»⁹. Согласно этой теории, как и всем теориям времен других пиков рынка, считается немыслимым, что при активной продаже акций может возникнуть паника. В течение короткого промежутка времени данная теория, видимо, и работает. Но наличие акций в надежных руках не предотвратило ни крах фондового рынка в 1907 г., ни существенного снижения стоимости акций в период с 1907 по 1920 г.

Оптимизм 1920-х

Во времена бычьего рынка 1920-х гг. общество демонстрировало достаточно большой энтузиазм и заинтересованность в отношении фондового рынка, которые достигли своего апогея в 1929 г. В своей книге «Только завтра» (Only Yesterday), вышедшей в 1931 г., Фредерик Льюис Аллен так описывал происходившее в 1929 г.:

Шофер во время поездки со своим состоятельным хозяином старается уловить последние новости о грядущих изменениях в Bethlehem Steel, так как у него самого 50 акций этой компании с прибылью в 20 пунктов. Мойщик окон задерживается ненадолго напротив офиса брокерской компании, чтобы посмотреть последние курсы на тикере. Он подумывает прикупить на свои сбережения немного акций Simmons. Эдвин Лефевр — журналист, специализировавшийся на фондовом рынке, который мог похвастаться и богатым личным опытом в этой сфере, — рассказывал о камердинере брокера, который сделал на рынке почти четверть миллиона; о дипломированной медсестре, которая отхватила 30000, следуя советам благодарных пациентов; о скотоводе из штата Вайоминг, чье ранчо расположено не менее чем в 30 милях от ближайшей железной дороги, который покупал и продавал по тысяче акций в день¹⁰.

Хотя подобный рассказ может показаться преувеличением, но, вне всякого сомнения, внимание общества к фондовому рынку в 1920-е гг. было намного пристальнее, чем когда-либо, и инвесторов-энтузиастов можно было встретить повсюду.

Период 1920-х — время быстрого экономического роста и, в частности, широкого распространения некоторых технических инноваций, которые до этого были доступны лишь состоятельным гражданам. Примерно в это время автомобиль стал средством передвижения для многих. Если в 1914 г. в Соединенных Штатах было зарегистрировано лишь 1,7 млн автомобилей, то к 1920 г. их было уже 8,1 млн, а к 1929 г. — 23,1 млн. Вместе с автомобилем пришло новое ощущение свободы и больших возможностей, а также осознание, что эти ценности можно получить, используя новые технологии.

Кроме того, в это десятилетие процесс электрификации вышел за пределы больших городов, в которых уже было электричество, и достиг провинций. К 1929 г. уже 20 млн домов в США были подключены к системе электроснабжения. На смену керосиновым лампам пришли электрические лампочки. Почти в половине электрифицированных домов были пылесосы, а в трети — стиральные машины. Активно развивалось радиовещание — оно становилось настоящим средством развлечения национального уровня. И если в 1920 г. в США было всего три радиостанции, то к 1923 г. насчитывалось уже более 500. В 1920-е гг. появились такие звезды радиоэфира, как Руди Вэлли, которого знала вся страна, и популярные шоу типа *Amos and Andy*. В 1926 г. National Broadcasting

Сотрапу создала первую национальную сеть, а регулярно выходящие шоу стали формировать некое подобие национальной культуры, чего до этого никто не делал. Звук также вторгся и в наше кино. В 1923 г. Ли Де Форест изобрел технологию озвучивания фильмов, и к концу десятилетия звуковое кино полностью вытеснило немое. Все эти инновации касались повседневной жизни как дома, так и в местах развлечений, поэтому 1920-е гг. — это время, когда плоды мощного технического прогресса были видны каждому простому обывателю, чего не было никогда.

Во времена бума на фондовом рынке в 1920-е гг. часто звучали заявления о начале «новой эры» в экономике. К примеру, уже в 1925 г. мы слышим: «Теперь нет никаких препятствий к тому, чтобы в США наступила эра процветания бизнеса, не имеющая аналогов в истории»¹¹.

Джон Муди, глава рейтингового агентства Moody's Investors Service, в своей статье о фондовом рынке, опубликованной в 1928 г., написал следующее: «Фактически новая эпоха принимает форму мира, где безоговорочно победила цивилизация. Она захватывает все новые рубежи. Возможно, мы только сейчас начинаем понимать, что современная механистическая цивилизация, в которой мы живем, самосовершенствуется»¹².

Учитывая всеобщий энтузиазм в отношении ценных бумаг и гигантский рост самого рынка, был и соответствующий спрос на книги, интерпретирующие и объясняющие бум на рынке. В 1929 г. Чарльз Амос Дайс в своей книге «Новые горизонты фондового рынка» (New Levels in the Stock Market) озвучивает множество причин, почему следует ожидать продолжения роста. Он предпочитал использовать термин «новый мир», а не «новая эра», но идея была та же. Он писал о «новом промышленном мире», ссылаясь на технологии массового производства, большие департаменты НИОКР, начало эпохи электричества, индустриализацию южных штатов, появление крупномасштабного производства и механизацию сельского хозяйства. Кроме того, Дайс писал о «новом мире распределения», предсказывая распространение продаж в рассрочку, создание сетей магазинов, новые технологии рекламы, стимулирующие спрос, новые технологии исследования рынка. Он также говорил о «новом мире финансов», где активно используется инвестиционный банкинг, предлагающий корпорациям новые источники финансирования, а также схема построения холдинговой компании, обеспечивающая более гибкую систему финансирования, а руководство Федеральной резервной системой лучше понимает, как можно стабилизировать бизнес. Дайс сравнил ФРС с регулятором парового двигателя, управляющим скоростью экономики¹³.

Любопытно, что книга Дайса вышла в августе 1929 г., за месяц до рыночного пика и начала Депрессии. Время появления книги кажется еще более знаменательным после того, как находишь прикрепленный к странице 69 маленький листок бумаги, на котором написано: «Список опечаток». По всей видимости, он был добавлен после того, как книга была опубликована. В нем говорилось, что промышленный индекс Dow Jones 3 сентября 1929 г. достиг уровня более чем на 20 пунктов выше того, что указан в книге, и предлагалось читателю скорректировать прогноз по Dow, данный в книге, на 15–20 пунктов. Таким образом, Дайсу удалось приблизить данные книги к пику рынка и сделать самую катастрофическую ошибку в прогнозах.

Профессор Йельского университета Ирвинг Фишер, которого все считают одним из выдающихся экономистов Америки, утверждал, что фондовый рынок США нельзя назвать переоцененным. Буквально накануне достижения рынком своего пика в 1929 г. он сказал, что «фондовый индекс надолго обосновался на столь высоком уровне». Он издал книгу под названием «Крах фондового рынка и его последствия» (The Stock Market Crash — and After), предисловие к которой написал менее чем через два месяца после «черного вторника». Должно быть, Фишер работал над своей книгой примерно в то же время, что и Дайс, но время выхода его книги было тоже совсем неплохим. Крах рынка 1929 г. наступил, когда он еще работал над книгой. Однако Фишер не растерял своего оптимизма после падения рынка, в частности к моменту, когда рынок прошел еще часть пути вниз, который закончится лишь к 1932 г., и это падение не казалось ему первым признаком конца эры.

В своей книге Фишер утверждал, что прогнозы касались быстро растущей прибыли, и тому было много причин, некоторые из которых перекликались с доводами Дайса. Первая причина, которую он указал, — это тенденция к слиянию, наблюдаемая в 1920-е гг., которая позволила создать островки крупномасштабного производства. По его словам, «эффект от слияний для экономики виден не сразу,

но фондовый рынок на него откликается немедленно». Больше внимания стали уделять научным исследованиям и изобретениям. Только-только начали активно использовать преимущества автомобиля, а параллельно быстро расширялась сеть шоссежных дорог. Много открытий было сделано в области эффективного использования отходов. Среди последних новшеств в области сельского хозяйства значились такие, как подпочвенное рыхление, более эффективное использование удобрений, улучшение пород скота, выведение новых зерновых культур. Все это постепенно внедрялось фермерами, и через определенное время можно было ждать увеличения прибыли. Также Фишер утверждал, что улучшалось и качество управления американскими корпорациями, и все благодаря «научному» подходу, правильному размещению производственных мощностей и передовым методам управления. Он считал, что компании могли эффективнее планировать свое будущее отчасти благодаря использованию его собственного изобретения для руководителей — графического метода определения задач при планировании. Кроме того, Фишер придерживался мнения, что профсоюзы теперь несут солидарную ответственность за решение проблем производственного характера¹⁴.

Другие утверждали, что оценка рынка в 1920-е гг. была здоровой, поскольку в то время мы смотрели на мир более трезво, и не только в буквальном смысле этого слова. Запрет на продажу алкогольных напитков считался предвестником большей стабильности и разумности поведения: «Это был результат совокупности действий... [в том числе] исключения из жизни нации разного рода питейных заведений с их деструктивными элементами, и как результат — достижение сравнительной умеренности в употреблении алкоголя среди населения в целом. Большая часть денег, которая раньше оставалась в барах, теперь тратилась на повышение уровня жизни, инвестировалась или отправлялась в банк на депозит»¹⁵.

Безусловно, не все были настроены столь оптимистично относительно будущего фондового рынка. Высокий курс акций относительно приблизительной оценки действительной стоимости в 1929 г. не мог остаться незамеченным. *New York Times* и *Commercial and Financial Chronicle* в своих материалах постоянно указывали на существование того, что они называли «спекулятивный излишек». Пол Варбург из International Acceptance Bank осуждал «необузданную спекуляцию»¹⁶. Однако, исходя из самого уровня рынка, понятно, что общественные настроения в 1920-е гг. были всецело положительными.

«Новая эра» 1950-х и 1960-х

Идеи «новой экономической эры», судя по материалам СМИ, как будто внезапно появились также в середине 1950-х гг., когда рынок с сентября 1953 г. по декабрь 1955 г. прибавил в весе в реальном (скорректированном на инфляцию) выражении на 94,3%. Почти все начало 1950-х рынок стагнировал на фоне давних страхов, что экономика может снова ввергнуться в пучину депрессии, поскольку уже не было такого мощного стимула производства, как Вторая мировая война. Но резкое удвоение фондового рынка, поддержанное значительным ростом прибыли, заставило инвесторов забыть эти страхи и поверить в приход подлинно новой эры. В мае 1955 г. журнал *U. S. News and World Report* писал:

И снова в воздухе витает дух «новой эры». Уровень доверия высок, оптимизм охватил почти все общество, какого-либо беспокойства не ощущается.

Угроза войны сходит на нет. На ее место приходит мир. Рабочих мест вполне достаточно. Зарплаты еще никогда не были столь высоки. Налоги же обещают снизить. Показатели во многих областях растут.

Трижды за последние десять лет опасность депрессии надвигалась на нас и отступала почти бесследно. Сначала в 1946 г., сразу после Второй мировой, когда были резко и значительно сокращены военные расходы. Потом в 1949 г., когда население страны принялось все скупать, не обращая внимания на предостережения бизнесменов. Но и эта паника утихла. И наконец, очередная, третья по счету паника возникла в середине 1953 г. Но сегодня это уже не более чем воспоминание¹⁷.

Ощущение, что инвесторов переполнял оптимизм и уверенность в рынке, было частью «новой экономической эры». Еженедельник *Newsweek* писал в декабре 1955 г., что «в основе роста [фондового рынка] лежали вера инвесторов в безграничную силу экономики и тот факт, что корпорации

зарабатывали на этих благоприятных для них условиях»¹⁸.

Распространение телевидения в начале 1950-х гг. напоминало эволюцию радио как средства массовой национальной культуры в 1920-е гг. В 1948 г. только 3% американских семей имели телевизор, к 1955 г. — уже 76%. Как и появившийся позже Интернет, телевидение представляло собой яркую техническую инновацию, которая не могла оставить кого-то равнодушным. Это было свидетельство технического прогресса, который нельзя было игнорировать. Буквально через несколько лет подавляющее большинство американцев начали регулярно тратить по несколько часов, сидя перед этим электронным устройством.

Уровень инфляции тогда был очень низким, и люди относили это на счет обновленной государственной политики. Министр финансов Джордж Хамфри в 1955 г. гордо заявлял:

За прошедшие почти три года стоимость доллара снизилась всего на полцента. Мы практически полностью вынули руку инфляции из ваших карманов.

Мы считаем инфляцию злейшим врагом государства. Но мы также не будем колебаться, если возникнет необходимость ослабить или, наоборот, ужесточить кредитную политику. Никогда прежде так быстро не вырабатывалась столь эффективная кредитно-денежная политика в ответ на естественные потребности экономики. Это было сделано благодаря своевременной реализации соответствующей кредитно-денежной политики; повышению покупательской способности населения путем значительного снижения налогов (самое большое снижение за всю историю государства); сокращению необоснованных государственных расходов; своевременному стимулированию строительства (в том числе жилищного) и обустройства жилья¹⁹.

Что-то подобное идее «надежных рук» 1900-х гг. — поддержание стабильного спроса на акции для предотвращения возможных спадов деловой активности — также возникло в 1950-х гг. Еженедельник *Newsweek* в 1955 г. писал:

«Многим финансистам нравится думать, что государство создало “обновленную капиталистическую систему” с невиданным прежде охватом. Почти 7,5 млн держателей акций публичных компаний против 6,5 млн три года назад. Суммарные активы взаимных фондов, участие в которых позволяет мелким инвесторам диверсифицировать свои риски, взлетели с \$1,3 млрд в 1946 г. до \$7,2 млрд. Благодаря программе льготной покупки акций тысячи работников стали владельцами компаний, в которых они трудились.

Возможно, все это не дает абсолютной гарантии того, что не повторится 1929 г., но большинство экспертов уверены, что это случится не сейчас»²⁰.

Идея, озвученная Ирвингом Фишером в 1920-е гг. как причина для оптимизма, что у бизнеса появилась возможность эффективнее планировать свое будущее, вновь возникла в 1950-е: «Это новое отношение к бизнесу как таковому, которое обещает избавить его от серьезных депрессий в будущем. Компании сегодня разрабатывают долгосрочные планы и оказываются в меньшей степени подвержены краткосрочным колебаниям на рынке, чем раньше»²¹.

Беби-бум рассматривался как еще один важный фактор, способствующий процветанию и росту рынка, поскольку люди вынуждены были тратить деньги на своих детей (а повзрослевшие дети беби-бума, несмотря на меньшее количество детей, теперь воспринимаются как игроки на повышение, так как они таким образом зарабатывают на пенсию): «Именно на беби-бум сегодня делают ставку, чтобы отличить нынешнюю “новую эру” от предыдущей. Семьи стали больше. Хорошие дороги и прекрасные автомобили обеспечили доступ провинциям к “цивилизации” и наоборот — люди стремятся жить за городом в доме с тремя-четырьмя спальнями вместо одной-двух»²².

Активное использование потребительских кредитов, как и в 1920-е гг., также было названо в числе причин ожидаемого процветания бизнеса: «Такая готовность расстаться с деньгами сродни, по мнению одного влиятельного представителя из Вашингтона, “потребительской революции”... Чем больше человек тратит, тем активнее растут его запросы»²³.

С избранием в 1960 г. Джона Кеннеди президентом США, учитывая его активную позицию по вопросу мер стимулирования экономики, все решили, что в экономическом плане все будет как нельзя лучше. Кеннеди добавил уверенности в этом своим первым ежегодным посланием к конгрессу в 1961 г. Он создавал впечатление человека, обладавшего видением и полного оптимизма, и он нашел

потрясающий символ для этого видения, пообещав в своем специальном послании к конгрессу в мае 1961 г., что Соединенные Штаты высадутся на Луне еще до 1970 г. Американцы считали, что подобное событие навечно войдет в историю как первая попытка людей покинуть собственную планету. Кеннеди был олицетворением национального оптимизма и устойчивости фондового рынка: «У Уолл-стрит есть простое объяснение феноменального роста акций — “рынок Кеннеди”». Уверенность, которую вселила в людей экономическая программа Кеннеди, привела к тому, что нашлись и такие, кто решил, что страна вступает в эру «новой экономики», когда «бизнесмены смогут достаточно долго наслаждаться благоприятными условиями для роста», и что в денежно-кредитной политике теперь «больше оснований для доверия», чем когда-либо²⁴. Приемник Кеннеди — Линдон Джонсон в своей программе «Великое общество» расширил список инициатив Кеннеди, которую и начал реализовывать в 1964 г. Программа Джонсона ставила главной целью не больше и не меньше, как победить бедность и остановить кризис городов.

В 1960-е гг. господствовала теория, что фондовый рынок — «лучший вариант для инвестиций»: «Инвесторы считают акции лучшим инвестиционным инструментом как в плане страхования рисков от возможной инфляции, так и зарабатывания на росте компаний». «Инвесторы, кажется, уверены в том, что восстановление экономики будет сопровождаться инфляцией, а обыкновенные акции, даже при сегодняшнем курсе, представляют собой единственный реальный вариант страхования рисков»²⁵. Инвесторы верили в то, что, даже если начнет развиваться инфляция, то фондовый рынок будет скорее расти, чем падать. Так многие рассуждают и сегодня. Поэтому перспектива развития инфляции — одна из причин покупки акций. В начале 1960-х было опасение, что, даже несмотря на то, что фактически инфляция была нулевой, экономические программы Кеннеди и Джонсона могли в итоге раскрутить инфляцию.

Возможно, одним из значительных факторов, способствовавших активному росту рынка 1960-х, было достижение индексом Dow уровня в 1000 пунктов. Четырехзначный Dow стал новой вехой в истории фондового рынка и мог распалить воображение частных инвесторов, что на первый взгляд может показаться большой глупостью, но другого надежного показателя для оценки состояния рынка не было. В результате разговоры о достижении рынком этого весьма условного уровня вселяли в людей еще большую уверенность в правильности их ожиданий.

Еще прежде, чем индекс Dow подошел к 1000 пунктам, пресса всю считала достигнутые им рубежи. В одной из своих статей еженедельник *Business Week* в 1965 г. отмечал: «Психологические барьеры существуют для того, чтобы их преодолевать, как это было у бегунов на милю, которым удалось вырваться из рамок пресловутых четырех минут. Не в меньшей степени это касается и Уолл-стрит, где “магическая” отметка промышленного индекса Dow Jones в 900 пунктов (как прежде и в 600, 700 и 800) рано или поздно будет пройдена». Еженедельник *Newsweek* писал, что барьер в 900 пунктов имел «почти мистическую значимость для многих обывателей». В 1966 г., когда на горизонте отчетливо вырисовывался уровень в 1000 пунктов, журнал *Time* писал: «К концу недели индекс достиг отметки в 986,13, и теперь меньше чем 14 пунктов отделяют нас от мистического числа, по мнению Уолл-стрит, в 1000 пунктов. Даже если в нем больше мистики, чем значения, день, когда будет пробит уровень в 1000 пунктов, войдет в историю, возможно даже вековую, и этот день не за горами»²⁶. Рынок танцевал вокруг отметки в 1000 пунктов, но долго еще не мог пробить этот магический уровень. Тогда Dow не рассчитывали ежеминутно, а использовали дневные максимумы. В январе 1966 г. он наконец пробил отметку в 1000 пунктов. И только в 1972 г., накануне очередного краха, фондовый рынок закрылся на отметке ниже 1000 пунктов, но даже тогда такое падение было краткосрочным.

До 1982 г. Dow не мог прочно закрепиться на уровне выше 1000, и если считать по реальному курсу, то он не поднялся выше максимума 1966 г. оставаясь на более низкой отметке до января 1992 г., т.е. 26 лет²⁷. Период с января 1966 г. по январь 1992 г. был одним из низкодоходных, ограниченных лишь выплатой дивидендов (прирост капитала отсутствовал). Средняя реальная доходность фондового рынка составляла всего 4,1% годовых²⁸. Это можно считать подтверждением того, что рынок в некотором смысле просто был «притянут» к отметке в 1000 пунктов в 1966 г. и в итоге был отчасти переоценен.

«Новая эра» на фоне рынка быков 1990-х

В третьей главе я уже рассказывал о некоторых новых идеях 1990-х. Здесь я поделюсь еще рядом своих наблюдений, а затем проведу сравнительный анализ этих идей с идеями прочих «новых эр», описанных в этой главе.

Как и во времена прочих значительных фондовых бумов, в 1990-е гг. находились люди, предлагавшие новые теории, которые описывали происходящее на рынке. Майкл Мандел в своей статье, опубликованной в *Business Week* в 1996 г. и озаглавленной «Триумф новой экономики» (The Triumph of the New Economy), перечислил пять причин, почему он верит, что рынок не сошел с ума: усиление глобализации, бум на рынке высоких технологий, умеренная инфляция, снижение процентных ставок и стремительный рост прибыли²⁹.

Одна из важнейших теорий бума заключалась в том, что чем ниже инфляция, тем лучше перспективы рынка. В 1990-е, как и в 1960-е, в разговорах о будущем рынка доминировала тема инфляции, но теперь столь распространенная теория заявляла об обратном. В 1990-х гг. считалось, что инфляция скорее приведет к падению рынка, чем к его росту. Идея, что фондовый рынок представляет собой хорошую инвестиционную площадку для хеджирования от инфляции (т.е. рынок растет при скачке инфляции, а не падает), умерла.

Почему в 1990-х гг. стали считать, что инфляция приведет к снижению индекса, тогда как в 1960-х полагали, что он, наоборот, будет расти? В 1990-е на инвесторов, возможно, повлияли труды некоторых экономистов, которые на примерах показали ухудшение ситуации в экономике при резком скачке инфляции. На самом деле авторы в своих работах особо не демонстрируют и взаимосвязь между умеренной или ползучей инфляцией и экономическими показателями. Исходя из их логики, они должны считать справедливой теорию 1960-х, что реальный уровень фондового рынка должен быть относительно невосприимчив к сообщениям об инфляции и рынок должен следовать за потребительскими ценами, а не в обратную сторону³⁰. Более вероятно, что в 1990-е гг. инвесторы реагировали на то, что фондовый рынок в прошлом чаще двигался в противоположном инфляции направлении.

Многие из идей, возникших в 1920-е, 1950-е и 1960-е гг. во времена фондовых бумов, нашли свое повторение и в 1990-е.

Роджер Бутл в своей книге «Смерть инфляции» (The Death of Inflation), вышедшей в 1998 г., утверждал, что «эра инфляции», во время которой «управляемый капитализм» и действия мощных профсоюзов вызвали раскручивание инфляционной спирали, подходит к концу. В условиях «управляемого капитализма» «ценообразование строилось далеко не на принципах взаимодействия спроса и предложения». Бутл заявил, что мы вступаем в «эру нулевой инфляции» — результат глобального капитализма, приватизации и снижения влияния профсоюзов, благодаря чему никакие комиссии теперь не могут устанавливать цены³¹.

Стивен Вебер, в своей статье «Конец бизнес-цикла» (The End of the Business Cycle), вышедшей в 1997 г. в журнале *Foreign Affairs*, посвященном вопросам государственной политики, утверждал, что макроэкономические риски снизились: «Изменения в таких областях, как технологии, идеология, занятость и финансы, наряду с процессами глобализации производства и потребления снизили уровень волатильности экономики в индустриализованном мире. Исходя как из практического, так и теоретического опыта, в современной промышленной экономике волны бизнес-цикла могут дойти до состояния ряби, т.е. иметь очень небольшую амплитуду». Вебер представил множество разумных аргументов в доказательство своих идей. К примеру, он считает, что в экономике теперь доминирует сектор услуг, чего не было 30 лет назад, и он также отметил, что уровень занятости в сфере обслуживания всегда более стабилен, чем в сфере промышленного производства³².

Начиная с 1982 г. сокращение штата и реструктуризация — термины, описывающие так называемую управленческую революцию 1980-х, — считались важными предпосылками для увеличения прибыли. И по сей день находятся люди, кто убежден в этом. Вдобавок многие достаточно скептически относились к управленческим революциям того времени. Комиксы «Дилберт» (Dilbert) отражают подобные настроения, рассказывая о мелких конфликтах между работниками и

менеджментом в эпоху новой экономики.

Согласно статистическим данным, рост производительности в США в конце 1990-х гг. привел к внушительному увеличению прибыли. Это способствовало тому, что в головах многих отложились преимущества, которые Интернет и иные высокие технологии приносят в экономику, и что это подтверждает обоснованность высокого уровня фондового рынка. И все же значительный рост производительности труда в конце 1990-х отчасти является ошибкой, закравшейся в данные. В 2001 г., сразу после фондового бума, американское бюро трудовой статистики пересмотрело цифры за 1998–2000 гг. и существенно скорректировало их в меньшую сторону³³. Но даже если бы показатели роста производительности и были неплохими, люди слишком много им приписывают. Они стали причиной огромной любви к Всемирной сети, и это несмотря на то, что рост производительности не имеет ничего общего с еще не оперившимся Интернетом, который пока не играл значительной роли в экономике. Даже без учета этого люди не осознавали, насколько тонка связь между ростом производительности и приростом фондового рынка³⁴. Рост производительности не может быть причиной для того, чтобы ожидать позитивных изменений на фондовом рынке. Но в 1990-х гг. рассказы о том, что столь высокие темпы роста фондового рынка — результат роста производительности, были заманчивым объяснением для сторонников рынка ценных бумаг и журналистов, чтобы они могли от него отказаться.

Следует отметить, что не во всех историях, распространяемых СМИ в 1990-е гг., делался акцент на приходе «новой эры», в отличие от подобного рода историй времен прошлых бумов. Я не смог найти материалов 1990-х гг., которые бы столь экспансивно и буквально взмах делились с читателем своим оптимизмом, как некоторые из статей, вышедших в 1901 или 1929 г., хотя оптимизма в статьях и сюжетах 1990-х тоже хватало, но выглядело это больше как предположение, а не смелое утверждение. Кажется, что изменилось само отношение СМИ, и в 1990-е оптимистические гиперболы исчезли из лексикона журналистов. Многие из них, даже наоборот, как будто опасались завышенных оценок рынка и развития спекулятивной мании. На проверку во многих материалах СМИ середины и конца 1990-х в центре внимания было «безумие» инвесторов. Например, в одной из статей апрельского номера журнала *Fortune* за 1996 г. рассказывалось о том, как журналисты останавливали случайных прохожих и просили у них совета относительно покупки-продажи акций. Они остановили полицейского, бариста из Starbucks, плотника из бригады установщиков рекламных щитов, контролера из фитнес-клуба, и все они дали развернутые рекомендации по акциям. Они не смогли найти чистильщика сапог, а то повторили бы опыт Бернарда Баруха, которому накануне краха рынка в 1929 г., по его словам, какой-то мальчишка-чистильщик дал совет, который он интерпретировал как знак того, что рынок перенасыщен и пора уходить³⁵. Статьи изобиловали заголовками типа «Игроки на повышение: Пришло время рынка, к которому нельзя подходить со старым мерилom?» (*Gamblers High: Is This a Market Where Yesterday's Yardsticks Don't Apply?*) или «На Уолл-стрит настало время тюльпанов» (*It's Tulip Time on Wall Street*), или «Скажи “До свидания” последнему медведю» (*Say Goodbye to the Last Bear*). В 1990-е гг. до сознания читателей, безусловно, доносили идею о том, что бум на фондовом рынке является спекулятивным пузырем. Но ситуация на рынке доказывает то, что общество в 1990-х гг. отнеслось к ней в лучшем случае как к забавной мысли; они были увлечены идеями «новой эры», которую для них символизировала смена тысячелетий.

Новые идеи во времена бумов на рынке недвижимости

Бумы на рынке недвижимости, как и на фондовом рынке, подогреваются новыми идеями. Ценовая обратная связь, является, в некотором смысле, основным двигателем бума на рынке недвижимости, но рассказы о наступлении «новой эры» также оказывают влияние и могут быть частью обратной связи. Как уже отмечалось, бумы национального масштаба для больших стран — явление новое, есть много примеров *региональных* бумов на рынке недвижимости, у которых свои *региональные* истории о начале очередной «новой эры».

В 1880-х гг. на рынке недвижимости случился бум, охвативший значительную часть Калифорнии, — его пик наступил в 1887 г. Прежде всего бум коснулся Лос-Анджелеса, Сан-Диего и Санта-Барбары,

население которых на тот момент было еще не так велико, и это не имело большого влияния в масштабах Соединенных Штатов в целом. Скорее всего, бум был связан с активным развитием железной дороги, которая делала доступной большую часть территории штата. Очевидно, что буму способствовала и война тарифов, развернувшаяся между Санта-Фе и компанией Union Pacific Railroad, которая внезапно сделала очень дешевыми билеты до Южной Калифорнии и обратно. Железнодорожная компания также, в надежде на возврат денег, вложенных в железнодорожную сеть, привлекла целый легион промоутеров, которые зазывали людей переезжать в Южную Калифорнию, расхваливая ее чудесный климат и блестящее будущее. И их ждал успех: «Лос-Анджелес наводнили промоутеры — как любители, так и профессионалы; гостиницы были забиты приезжими; цены взлетели до заоблачных высот; и везде — на улицах, в газетах и журналах, в домах и клубах — постоянно говорили о земле в южной Калифорнии»³⁶. Бум закончился падением цен в 1888–1889 гг.: «Те, кто раньше кричал о “земле и климате”, теперь сожалеют о том, что экономике южной Калифорнии не хватает стабильной промышленной базы. Взмолвленные граждане, оглядываясь назад на вакханалию, творившуюся на протяжении всего 1887 г., начинали понимать, что, возможно, никогда еще общество не было столь далеким от таких понятий, как человеческие ценности и чувство меры»³⁷. История бума 1880-х служит напоминанием о том, что еще более 100 лет назад людей также беспокоил вопрос дефицита земли. Разница лишь в том, что эта история в то время не получила большого распространения. Калифорния уже тогда была непохожа на все остальные штаты и находилась немного в стороне, и, очевидно, никто не думал о том, что бум мог стать национальным.

В начале XX в. возник еще один знаменательный региональный пузырь на рынке жилья. На этот раз во Флориде. И в первую очередь это коснулось Майами. В 1925 г. рост цен на недвижимость достиг своего пика. По всей видимости, пузырь надулся благодаря популярной легенде о том, что после Первой мировой войны, в «ревушие двадцатые», люди, заработав достаточное количество денег и купив себе автомобиль, отправлялись зимовать во Флориду, что привело к быстрой покупке земли. Поверившие в эту легенду, возможно, ощутили потребность в такой покупке.

Другим стимулирующим фактором для возникновения пузыря стала Флоридская поправка к Конституции, принятая в 1924 г. и отменявшая подоходный налог и налог на наследство. Это подвигало богатых пенсионеров перебираться во Флориду, чему способствовала и широкомасштабная рекламная кампания, проводимая Торговой палатой Майами. Для любителей развлечений также существовала своя легенда — о «флоридском образе жизни» с огромным количеством «тихих» баров, торгующих нелегально алкоголем, и игорных заведений. Тот факт, что там жили знаменитости, включая известного гангстера Аль Капоне, придало легенде достоверность и привлекло внимание СМИ. Этот пузырь известен своими «продавцами купчих», которые разъезжали по стране и убеждали потенциальных покупателей приобрести купчую с внесением задатка на покупку земли во Флориде и с возможностью в дальнейшем ее продать. Пузырь лопнул внезапно — после урагана во Флориде в 1926 г., который напомнил всем о подстерегающих здесь опасностях, а газеты по всей стране обрушились на пузырь, пересказывая истории о наивных людях, купивших землю, которую они в глаза не видели и которая впоследствии оказалась непригодной для использования или даже затопленной»³⁸.

Как и бум в южной Калифорнии в 1880-х, бум во Флориде 1925 г. был сугубо региональным. Были истории, которые действительно побуждали людей к определенным действиям, но они не могли распространить свое влияние на всю страну.

В конце XX в. мы стали свидетелями довольно серьезных бумов на региональных рынках недвижимости как Соединенных Штатов, так и ряда других стран, которые охватывали достаточно большую часть страны, чтобы начать влиять на национальные индексы цен на жилье. Причины же их проследить труднее. В последние десятилетия XX в. бумы имели более глобальный географический охват и были связаны с более широким спектром мнений, политических вопросов и экономических проблем региона.

В США было два основных бума на региональных рынках жилья, которые оказались достаточно сильными, чтобы повлиять на национальный индекс жилья. Они отмечены на рис. 2.1: бум в Калифорнии в 1975–1980 гг. и бум на северо-востоке Соединенных Штатов в 1984–1988 гг., который в итоге переметнулся на Калифорнию в 1986–1989 гг.

Реальные (скорректированные на инфляцию) цены на жилье по всему штату Калифорния с 1975 по 1980 г. выросли на 60%, но в середине 1980-х упали³⁹. Одним из стимулирующих факторов этого бума стало внезапное появление политического движения, которое встало на защиту экологии Калифорнии и добилось принятия законов, ужесточающих правила зонирования территорий и ограничивающих строительство. До этого в Калифорнии было относительно мало ограничений по зонированию, но начиная примерно с 1960-х гг. местные жители взялись за решение этого вопроса. В результате с 1970-х гг. Калифорния считается одним из тех штатов, где труднее всего построить новый дом⁴⁰.

Изменения в политике штата привели к ограничению предложения новых домов, и «предохранительный клапан», который должен был защитить рынок от возможности резкого скачка цен, перестал действовать. Некоторые сочли это победой тех, у кого уже был дом в Калифорнии, над теми, у кого не было. Эту победу широко приветствовали, но она способствовала активному росту стоимости готового жилья.

Другим фактором для надувания пузыря стала 13-я поправка к Конституции Калифорнии, принятая на референдуме в июне 1978 г., согласно которой более чем в половину были снижены налоги на имущество и сохранение их на низком уровне было гарантировано и в дальнейшем. Это был еще один политический шаг — благодаря снижению налогов на имущество повышалась стоимость недвижимости. Сам факт того, что избиратели проголосовали за принятие 13-й поправки, несмотря на серьезные предупреждения авторитетных политиков о последствиях снижения налоговых поступлений, все рассматривали как преддверие новой экономической эры.

Повышение стандартов зонирования, 13-я поправка — это были сигналы «новой эры», когда будут больше уважать существующие права на частную собственность, а инвестиции в недвижимость будут более выгодными. Это было закладкой фундамента под общество собственников, идея которого, наряду с выборами Маргарет Тэтчер в Великобритании, дала толчок политической карьере губернатора Калифорнии Рональда Рейгана, который вскоре стал президентом Соединенных Штатов. Идея общества собственников легла в основу его предвыборной кампании, а позже распространилась по всему миру.

Но возникает вопрос, как мог произойти в 1970-х бум в Калифорнии, когда ставки по ипотеке ставили все новые и новые рекорды, пробив отметку в 10% в 1978 г., в год самого активного роста цен на жилье. Высокие ставки по ипотеке, безусловно, могли бы стать сдерживающим фактором для развития пузыря, так как покупателей дорогих домов ждали бы очень большие ипотечные платежи. При покупке дома стоимостью в четыре годовых дохода в 1978 г. при такой ставке только процентные платежи составили бы более 40% дохода — сумма для большинства семей неподъемная. Но этот бум должен был разрушить представления о том, что высокие процентные ставки всегда тормозят рост цен на недвижимость.

Вот одно из объяснений, как такое могло произойти в 1970-х гг. Владельцы домов, огорченные высокими процентными ставками, использовали политические рычаги, чтобы потребовать включения в ипотечный договор оговорки о погашении кредита при продаже с условием применения более низких процентных ставок, и таким образом избежали больших выплат по процентам⁴¹. Во время бума 1970-х и в течение нескольких лет после него «переходящая» ипотека (с заменой должника) защищала рынок жилья от высоких процентных ставок. Кроме того, в конце 1970-х гг. появилось и процветало «креативное финансирование»⁴².

В результате мы получили первый американский региональный бум на рынке недвижимости, который был настолько серьезным, что смог повлиять на цены на жилье в масштабах всей страны. Но разразившаяся в начале 1980-х рецессия остановила бум.

Еще один бум на рынке недвижимости возник на северо-востоке США в середине 1980-х гг. — его центром стал Бостон. Только за 1985 г. цены на жилье в Бостоне и его пригородах взлетели на 38%. Трудно сказать, что послужило причиной такого бума. В своем исследовании, проведенном в 1986 г., Карл Кейс перебрал все основные факторы влияния, которые могли привести к росту цен на жилье в Бостоне, и пришел к выводу, что за последние годы в городе не произошло каких-либо значительных изменений: «Несмотря на здоровую экономику и рост доходов, основные параметры рынка не дают

адекватного объяснения такого резкого скачка цен на жилье в Бостоне с 1983 г.»⁴³.

Часто СМИ называют именно низкие процентные ставки виновными в развитии бума.

Действительно, процентные ставки в конце 1980-х были ниже, чем в начале. Но низкие ставки не могли напрямую вызвать бум в Бостоне, поскольку этот бум был региональный, а не общенациональный, но такие ставки были повсюду. Если рассматривать низкие ставки процента как фактор развития бума в Бостоне, то только потому, что они способствовали ему, снижая барьеры для надувания пузыря, причина которого крылась в чем-то еще. Кстати, ставки по ипотеке в середине 1990-х были еще ниже, чем во времена бума 1980-х, но цены в Бостоне почему-то падали.

Бостонский бум на рынке недвижимости середины 1980-х связывают с историей о начале «новой эры», но в этом, опять же, не было ничего неожиданного и неизвестного ранее. Да, в 1980-е Бостон все больше становился одним из центров высоких технологий, но это случилось не в один день — процесс шел многие годы. Хотя кажется, что *легенда* Бостона была связана именно с тем, что это центр развития высоких технологий, и благодаря «сарафанному радио» этот «вирус» быстро расползлся по стране. Компьютерная революция, в результате которой почти у каждого на столе теперь стоял компьютер, еще больше усиливала распространение и влияние любых историй. Wang Laboratories, Digital Equipment Company, Data General Corporation и Lotus Corporation превратили Бостон в один из мировых центров компьютерных технологий⁴⁴.

Быстрота распространения истории (легенды) зависела от того, насколько она нравилась самим жителям Бостона и тем, кто покупал там недвижимость. Местные жители видели, как возводили в 1985 г. новую внушительную штаб-квартиру Lotus Corporation в Ист-Кембридже и разворачивалось масштабное строительство вдоль Шоссе 128. Легенда строилась на том, что Бостон был альтернативой Кремниевой долины в Калифорнии и что он даже превзойдет ее. Один бостонский обыватель в 1985 г. отмечал: «У Бостона есть история и культура, которые формируют мировоззрение людей. До создания Кремниевой долины там были лишь сады»⁴⁵. В легенде сошлась гордость местного населения и некоторые примеры развития новой отрасли в городе — в итоге получилась история о «новой эре». Так родилось «массачусетское экономическое чудо», резонанс от истории которого позволил Майклу Дукакису, губернатору штата Массачусетс, пытавшемуся воспользоваться бумом, стать кандидатом от Демократической партии на выборах президента США в 1988 г.

Легенда выглядит весьма правдоподобной, поскольку действительно последние несколько десятилетий XX в. в городах с более квалифицированным и образованным населением развитие шло более быстрыми темпами⁴⁶. Факторы, стимулировавшие бостонский бум 1980-х, оказывали существенное влияние на реальную стоимость жилья в городе, но петля обратной связи, созданная бумом, очевидно, вышла за ее пределы, что привело к падению цен на жилье в 1990-х гг.

Бостонский бум 1980-х не ограничился самим Бостоном, а охватил всю северо-восточную часть Соединенных Штатов. На самом деле он даже вышел за пределы США и пересек Атлантику — в Лондоне и еще ряде городов мира случился бум, подобный бостонскому. Вполне вероятно, что эта легенда о «новой эре», согласно которой города, где живут высокообразованные и высококвалифицированные специалисты, в современном мире ждет большое будущее, заразила и другие, особенно привлекательные, города мира.

В главе 3 мы уже рассматривали факторы, которые способствовали развитию бума на рынке недвижимости начиная с конца 1990-х гг., и некоторые из них можно отнести к теориям «новой эры». Также следует отметить, что подобного рода теории касаются теперь и дач, и вторых домов, что, возможно, является причиной быстрого роста цен на них во многих регионах мира с 2000 г.

Считается, что появление Интернета, сотового телефона, мобильного офиса позволяет работать дистанционно — в более приятном для проживания месте. Кроме того, все думают, что беби-бумеры, начав выходить на пенсию примерно с 2008 г., захотят переехать за город или даже в другие, более теплые, страны. Иногда также говорят, что продолжают расти стандарты жизни и больше вновь появившихся состоятельных граждан будут стремиться купить себе второй дом с видом на океан или в горах. Но таких мест не так много, и предложение подобных домов невозможно увеличить. Очевидно, чем дальше, тем больше будет считаться старомодным хвастаться своим богатством, строя большие дома для постоянного проживания. Исходя из того что многие так поступают, в итоге это может стать

бессмысленным, и в будущем предпочтение отдадут уникальному и красивому дому, а не большому.

Когда речь идет о покупке второго дома, истории о «новой эре», конечно же, играют роль. Это напоминает ситуацию, когда подобные истории раздули в 1920-х гг. земельный пузырь во Флориде, и сегодня, возможно, это случается чаще, поскольку обратная связь, стимулирующая рост цен на жилье, увеличивает «заразность» таких рассказов. Между сегодняшними «красивыми» историями о покупке дачи или второго дома и подобными легендами периода флоридского пузыря 1920-х гг. наблюдаются тревожные параллели. Например, развитию бума во Флориде в 1925 г., предположительно, способствовало появление автомобиля; сегодняшний же бум покупки второго дома — результат повсеместного использования Интернета. В обоих случаях ажиотажный спрос со стороны пенсионеров стимулировал рынок.

Беспокойство вызывает, конечно, тот факт, что рынок сегодня слишком остро реагирует на подобные истории, в некоторых регионах уже сформировались пузыри и в будущем цены на вторые дома будут падать, как это было во Флориде после 1925 г., но после этого новый подъем цен произойдет еще не скоро.

Конец «новой эры»

Глядя на выражение *спекулятивный пузырь*, у нас возникают устойчивые ассоциации с возможным драматичным исходом — крахом рынка, но спекулятивные пузыри и связанные с ними идеи «новой эры» не обязательно заканчиваются внезапным падением. По зрелом размышлении, это не удивительно, если учесть, что спекулятивные цены, по сути, формируются в головах миллионов инвесторов, которые покупают и продают, и маловероятно, что такое количество людей одновременно изменит внезапно и надолго свои стратегические планы.

Люди помнят крах фондового рынка 1929 г., который произошел буквально за день-два. Тем не менее после такого падения рынок практически полностью восстановился уже к началу 1930 г. Значение 1929 г. состоит не в однодневном падении рынка в октябре месяце, а в том, что это было начало конца: начало трехлетнего периода, который свел на нет все достигнутое фондовым рынком за 1920-е гг. Это можно сказать и в отношении других резких падений на фондовом рынке. Однодневные падения ни о чем не говорят, кроме того, что рынок «болен».

В главе 1 я говорил, что активный рост фондового рынка в 1901 г. не сменился сразу же резким падением, просто он перестал расти, что в конечном итоге, спустя 20 лет, привело к тому, что рынок потерял большую часть своей реальной стоимости, которой он обладал в 1901 г. Такое изменение рынка потребовало так много времени, чтобы проявиться, что стало носить скорее характер смены поколений, поэтому в СМИ того времени почти невозможно отыскать каких-либо комментариев на эту тему.

Если мы посмотрим на 1920–1921 гг., когда реальный уровень фондового рынка был на самой низкой отметке с 1901 г., все обсуждения сводились к теме «что пошло не так» — яркие описания будущего процветания, о которых говорили в 1901 г., остались в прошлом. Чаще всего в комментариях того периода речь шла о необычайно сильной рецессии 1920–1921 гг. СМИ сконцентрировались на потерях бизнеса и на прибыли, которая существовала только на бумаге и которая стала исчезать. Вместо того чтобы в «общих интересах» не допустить падения цен, фермеры и грузоотправители развернули жесткую дискуссию с железными дорогами — клиенты требовали снижения тарифов. Отмена государственных заказов после Первой мировой войны рассматривалась как фактор ослабления существующих компаний. Напряженная политическая ситуация за рубежом также расценивалась как негативный фактор для экономики США. Действия «бессовестных» спекулянтов, играющих на понижение без покрытия, или «медведей-налетчиков», по мнению многих, отрицательно сказывались на рынке, как и продажа активов с убытком для оптимизации подоходного налога.

Существуют доказательства того, что инвесторы в 1921 г. обладали необходимыми знаниями, чтобы не попадать под влияние завышенных претензий и дутых схем. В одной из своих статей для *Saturday Evening Post* в том же году Альберт Этвуд описывает высокие спекулятивные курсы акций как нечто давно ушедшее и цитирует слова биржевого маклера, который сказал, что «рекламу в последние

несколько лет нельзя назвать ни бурной, ни привлекающей внимание, как это было во времена бума 1900–1901 гг.».

Другая тема, которая прослеживается в материалах того периода — это загадочное изменение психологии рынка, которая в те годы стала необъяснимо негативной. Этвуд приводит слова банкира, сказанные в 1921 г.: «Весь мир объединился для того, чтобы совместными усилиями сбить курс, а когда решение принимается всем миром, когда все думают одинаково и настроены на снижение курса (цен), то ничто не может остановить это движение»⁴⁷.

Конец «новой эры» в 1929 г. был драматичнее и был напрямую связан с последующим наступлением Великой депрессии. К 1932 г. стало понятно, что Соединенные Штаты испытывали кризис, равного которому это молодое государство не переживало никогда, и кажется, что *большого доказательства* завершения «новой эры» не было. Оптимисты, расхвалившие блестящее будущее экономики, замолчали под давлением событий, которые шли вразрез с их прогнозами, и они не могли этого объяснить какими-либо поправками в своих теориях. Экономисты демонстрировали в своих прогнозах полную неуверенность в будущем, а эксперты, анализируя поведение потребителей, заявляли, что неуверенность последних застопорила рост спроса⁴⁸.

Во время кризиса 1930-х гг. многих беспокоило, что рухнет вся экономическая система страны. Оскар Лэнг, профессор экономики Чикагского университета, в 1939 г. написал в *American Economic Review*: «Считается, что американская экономика утратила импульс роста и теперь находится на стадии более или менее перманентной стагнации»⁴⁹.

Это было воспринято как провал капитализма, что предвещало расцвет идей коммунизма в США. Для многих коммунизм казался реальным будущим, даже в какой-то степени неизбежным. Немало известных писателей в 1930-х гг. открыто симпатизировали коммунистическим идеям, в том числе Кеннет Берк, Эрскин Колдуэлл, Роберт Кэнтуэлл, Джек Конрой, Эдвард Далберг, Джон Дос Пассос, Джеймс Фаррелл, Лэнгстон Хьюз и Уильям Сароян⁵⁰.

Доказательство потери веры в неконтролируемую капиталистическую экономику можно также наблюдать и в стремлении к лидерству со стороны радикальных политических движений за рубежом. Расцвет идей нацизма в Германии сам по себе говорит о симптомах отчаяния, охватившего многих после 1929 г. Изменения в сознании немцев всего за несколько лет просто поразительны, и это полезное напоминание о том, насколько изменчивы общественные настроения.

Конец эры нового мышления в 1965 г. был связан с резким ростом инфляции, внезапно появившимися страхами перед последствиями роста населения планеты и истощения природных ресурсов. Подобные страхи затормозили дальнейший рост фондового рынка и спровоцировали рост цен на сырьевые товары.

В течение 1960-х боязнь инфляции вновь начала охватывать общество. Заверениям администрации Кеннеди, что можно сократить безработицу и в условиях экономики «высокого давления» без раскручивания инфляции, никто не верил. Действительно, мы вступили в период «стагфляции» — с высоким уровнем безработицы и инфляции. В 1974 г. Артур Окун, штатный сотрудник, а позднее председатель совета экономических консультантов при президенте Кеннеди, назвал попытку действовать в условиях перегретой экономики «одной из величайших ошибок экономического анализа современности». К инфляции стали относиться как к фактору, тормозящему развитие экономики. Артур Бёрнс, председатель совета управляющих Федеральной резервной системы, сказал: «Я не знаю ни одной страны, которая могла бы способствовать экономическому процветанию, не контролируя инфляцию»⁵¹. И несмотря на то, что данный факт не подкреплён каким-то экономическим анализом, есть ощущение, что это было похоже на правду⁵².

Страх перед ростом населения планеты возник достаточно внезапно в начале 1960-х. Поиск словосочетания «демографический взрыв» в статьях в таких газетах, как *Los Angeles Times*, *New York Times* и *Washington Post*, показал, что с 1945 по 1949 г. не было ни одного упоминания этого термина; с 1950 по 1954 г. — всего в одной статье; с 1955 по 1959 г. — в 169; и с 1960 по 1964 г. — в 1319 статьях. Книга Пола Эрлиха «Демографическая бомба» (*The Population Bomb*, 1968), в которой автор предсказывал огромные экономические проблемы в ближайшее десятилетие, служила одним из примеров общественного дискурса, возникшего под влиянием сильных страхов в сознании людей.

Количество статей, использующих термин «демографический взрыв», после пика начала 1960-х неуклонно сокращалось, и в 1985 и 1986 г. их было всего 177.

К началу 1980-х у многих было ощущение, что Соединенные Штаты уступают пальму мирового первенства Японии. В статье *USA Today* под названием «Как Япония завоевывает наши рынки» (How Japan Is Taking Over Our Markets) приводятся слова эксперта: «Единственная проблема в том, что ни в одной отрасли — ни в автомобильной, ни в сталелитейной, ни в шарикоподшипниковой, ни в производстве телевизоров или мотоциклов — мы не можем справиться с японцами». Япония тогда была особенно сильна в высокотехнологичных отраслях, в которых наши прошлые успехи всегда составляли нашу национальную гордость и нашу особенность.

Калифорнийский бум на рынке недвижимости 1970-х гг. был остановлен отчасти разразившимися экономическими рецессиями, невиданными со времен Великой депрессии 1930-х гг.: они следовали друг за другом — в 1980 г. и в 1981–1982 гг. В результате этих рецессий произошло небольшое снижение цен на жилье в Калифорнии, после чего на рынке наступило полное затишье, которое закончилось лишь в конце 1980-х, когда возобновился бум. Это пример спекулятивного бума, который взял небольшую передышку и спустя несколько лет продолжил свое еще более активное развитие. Две рецессии и реальное снижение цен в начале 1980-х ни в коей мере не повлияли на доверие к историям, которые способствовали надуванию первого пузыря. Конечно, в 1980-е гг. бывший губернатор Калифорнии, сторонник свободного рынка и инициатор снижения налогов, Рональд Рейган был уже президентом США, и многие калифорнийцы, без сомнения, продолжали верить, что их экономика находилась в самом авангарде.

В 1990–1991 гг. случилась еще одна рецессия в экономике, что позволило положить конец бума на рынке недвижимости 1980-х. В этот раз падение цен было намного серьезнее. В Лос-Анджелесе с момента достижения рынком своего пика в конце 1989 по 1997 г. реальные цены на недвижимость снизились на 41%. Однако существуют определенные сомнения, что именно рецессия положила конец бума. В Бостоне цены стали падать еще в 1988 г., т.е. за два года до рецессии. В Лос-Анджелесе все началось в 1990 г., до того как экономика вступила в стадию рецессии, и падение закончилось через много лет после окончания рецессии. Если судить по показателям занятости населения, то в Калифорнии рецессия длилась намного дольше, но трудно сказать, была ли она внешней причиной снижения цен или, наоборот, ее результатом. И снова изменение идей, свидетельствующее о конце «новой эры», не имеет четкой связи с каким-либо стимулирующим фактором, а скорее имеет отношение к обратной связи динамики цен.

При любой интерпретации лопнувшего пузыря на фондовом рынке в 2000 г. возникает логический вопрос, а чем фондовый рынок отличался от рынка недвижимости, который процветал в течение еще нескольких лет после краха первого.

Рецессия 2001 г. отчасти стала причиной резкого падения корпоративной прибыли за этот год, что, безусловно, сказалось и на фондовом рынке, но не на рынке недвижимости. В Соединенных Штатах единственными крупными метрополиями, которые испытали на себе падение цен на жилье в 2000–2001 гг., были города близ Кремниевой долины, центра высоких технологий, — Сан-Хосе и Сан-Франциско.

Первыми в 2000 г. упали акции интернет-компаний или, как их называли, «доткомов». И это исторический факт. Их стремительное падение с пика, достигнутого в марте 2000 г., было более чем неожиданное. Dow Jones Internet Index достиг своего исторического пика 9 марта 2000 г. И буквально за месяц с небольшим, к 14 апреля, он потерял больше половины своей стоимости⁵³. Что произошло за этот месяц? Кроме самого падения фондового рынка, ничего серьезного, что должно было привести к потере этими акциями половины стоимости за столь короткий срок.

В статье, опубликованной в *Financial Times* 29 апреля 2000 г., произошедшее интерпретируется следующим образом: «Люди начали осознавать, что все же важны базовые показатели, а добавление в имени компании “.com” ничего не значит»⁵⁴. Статья представляла собой некое общественное признание, а не сообщала о какой-то конкретной новости. Акции интернет-компаний вдруг оказались глупым и даже постыдным увлечением. Это было, по сути, изменением на уровне восприятия.

Кроме подобных перемен в общественном восприятии было еще *много* разговоров на эту тему.

Система Lexis-Nexis показывает, что к концу 1999 г. количество сообщений в газетах, посвященных акциям интернет-компаний, уже начало заметно увеличиваться. В них обычно говорилось о бешеном успехе очередного IPO, но нередко также проскальзывал и скептицизм. К началу 2000 г. число материалов, в которых встречались слова «Интернет» и «акция», превышало 1000 в неделю; максимум был достигнут в период с 10 по 16 апреля 2000 г. — более 1400 статей. После такого длительного периода пристального внимания со стороны СМИ количество материалов с использованием этих двух слов начало постепенно уменьшаться — примерно вполтину за год.

Истории, рассказанные в поворотный для фондового рынка момент, могут сыграть особую роль. К примеру, в своей статье «Акции технологических компаний с высокой капитализацией — это надувательство» (*Big-Cap Tech Stocks Are a Sucker Bet*), опубликованной в *Wall Street Journal* 14 марта 2000 г., Джереми Сигел приводит коэффициенты цена-прибыль, превышающие уровень 100, которые показывали компании с высокой рыночной капитализацией. В статье Сигел утверждал, что история показывает: «Причиной падения курса акций компаний с высокой капитализацией является коэффициент цена-прибыль в районе 100». Подобное явление было достойно того, чтобы его цитировать, и поэтому на него очень часто ссылались.

Другая статья, уже в *Barron's*, «Сгорающие» (*Burning Up*), написанная Джеком Уиллоуби, содержала рейтинг несущих убытки интернет-компаний — в нем все были ранжированы по количеству месяцев, оставшихся до полного разорения⁵⁵. Идея Уиллоуби с подобным рейтингом интернет-компаний четко и ясно высветила проблемы этих компаний, и на него стали ссылаться. Его статья стала бомбой, взрыв которой породил массу разговоров, приводящих к скептическим настроениям, что в итоге помогло поставить крест на акциях таких компаний.

Если учесть, что на пике рынка появилось несколько тысяч газетных статей и других медийных материалов об акциях, то среди такого множества далеко не одна из них оказала влияние на ситуацию. Здесь же было бы уместно добавить, что мое первое издание «Иррационального оптимизма» (*Irrational Exuberance*) также получило массу откликов в СМИ именно на пике рынка — в период с конца февраля и по начало апреля 2000 г. О моей книге писали Пол Кругман в *New York Times*, Дэвид Генри в *USA Today*, Джон Кэссиди в *New Yorker*, а также авторы *The Economist*, *Newsweek* и *Business Week*. Все эти истории, появлявшиеся друг за другом в то самое время, когда акции интернет-компаний дешевели прямо на глазах, могли увеличить ряды скептиков, которых и так становилось все больше и больше.

Но ни одна из этих публикаций не была сама по себе настолько влиятельной, чтобы, например, прервать восходящую траекторию фондового рынка. Возможно, что некоторые из самых сильных материалов сыграли определенную роль в стимулировании некоего обсуждения в обществе и, далее, общественного мнения. Возможно, их роль была сродни роли невинного ребенка в сказке Ганса Христиана Андерсена «Новое платье короля», чья фраза «А король-то голый!» заставила окружающих начать шептаться о сказанном, пока, глядя друг на друга, они не поняли, насколько все это время были сильны во всех сомнениях⁵⁶. Возможно также, что внимание к таким статьям было просто признаком зародившихся сомнений общества, что так или иначе привело бы к сдуванию пузыря независимо от появления в СМИ подобного рода материалов. В этом смысле общественный интерес к таким публикациям представлял собой в большей степени проявление обратной реакции, ведущей к снижению курса акций.

Последующий обвал всего рынка был скорее связан с потерей доверия к акциям в целом, что первоначально касалось только акций интернет-компаний. Падение курса акций последних стало признаком «недомогания», которое постепенно распространилось на весь фондовый рынок. В то же время обвал фондового рынка после 2000 г. не распространился на рынок жилья. Возможно, отчасти это не произошло и по той причине, что у населения не возникло аналогии для акций интернет-компаний и рынка жилья.

Безусловно, есть взаимосвязь между падением фондового рынка и рецессией в 2001 г., а также резким снижением объявленной прибыли у корпораций в 2000–2001 гг. Но это нельзя рассматривать как внешние причины краха рынка, поскольку их можно частично отнести к тому же механизму обратной связи, который привел к снижению курса акций. Вероятно, падение рынка в целом можно было бы отнести на счет проявления естественных процессов обратной связи и коррекции, но не к

каким-либо абсолютно сторонним для рынка событиям.

Мы уже видели, как по прошествии времени после достижения рынком своего пика уровень оптимизма относительно фондового рынка и экономики в общественных настроениях постепенно снижается. Потребительская уверенность после достижения своего пика в 2000 г. резко пошла на убыль и достигла уровня прошлых лет, и, как мы могли видеть, доверие к фондовому рынку как варианту для инвестиций также упало. К 2003 г., хотя рынок еще оставался на достаточно высоком уровне, возбуждение, царившее в конце 1990-х гг., стало казаться теперь чем-то очень далеким.

Но снижение потребительской уверенности после 2000 г. до более нормального уровня, кажется, на самом деле стимулировало спрос на жилье или как минимум усилило импульс роста этого рынка. Помните, как в главе 3 мы рассматривали доказательства того, что неуверенность относительно собственной занятости подталкивает людей к инвестированию в недвижимость, а в главе 4 мы наблюдали, как падение на фондовом рынке заставляет людей задуматься, что лучше инвестировать в недвижимость, чем в акции? Таким образом, благодаря петле обратной связи мы смогли получить бум на рынке недвижимости даже в условиях не столь активно растущей экономики, какой она была несколькими годами ранее. Однако это не может длиться вечно, и, когда петля обратной связи, способствовавшая росту доверия к недвижимости, перестанет действовать, мы можем оказаться в ситуации кризиса как на фондовом рынке, так и на рынке недвижимости.

Конец «новой эры» наступает, когда полемика больше не строится на оптимистичных настроениях. Тогда, если человек продолжает считать, что следует говорить о блестящем будущем экономики, в это уже не будет никто верить. В такие моменты можно говорить, что экономика должна восстановиться, как это всегда бывает, и что фондовый рынок должен продолжить свой рост, как это было в прошлые годы, но такими заявлениями невозможно завладеть вниманием общественности, как это бывает после роста большого спекулятивного рынка и экономического бума. Существуют моменты, когда аудитория очень восприимчива к оптимистичным заявлениям, но также наступают и моменты, когда этого не происходит.

Пузыри в эпоху «новой экономики» в разных странах

Как уже говорилось в предыдущей главе, во многих странах мира фондовые рынки вели себя так же, как американский, давая тем самым нам пищу для размышлений. Это свидетельствует о том, что спекулятивные пузыри — периоды чрезмерного, но временного энтузиазма инвесторов, которые часто связывают с теориями прихода «новой эры» — на самом деле обычное явление.

В этой главе я рассмотрю самые значительные изменения на фондовых рынках мира за последнее время. В ряде случаев я полагался на материалы СМИ. Конечно, не всегда такой источник информации можно назвать надежным, и я не могу утверждать, что провел исчерпывающее исследование по каждому из приведенных примеров. Тем не менее они демонстрируют значимость в этих странах тех факторов, о важной роли которых с точки зрения изменений на американском фондовом рынке я говорил в предыдущих главах. Я покажу, как заоблачные курсы акций в этих странах позже меняют направление — словно пузырь для них — обычное явление.

Крупнейшие события на фондовом рынке последних лет

В таблице 7.1 содержатся данные 25 примерам максимального реального годового роста фондового индекса (в период до 2000 г.) в 36 странах, а в таблице 7.2 — по 25 примерам максимального снижения индекса в тех же странах. В таблице 7.3 вы найдете 25 примеров максимального реального пятилетнего роста рынка ценных бумаг (в период до 2000 г.), а в таблице 7.4 — 25 примеров максимального снижения. При составлении таблиц были использованы ежемесячные данные по всем странам, но с разными датами отсчета; однако более чем в половине случаев точка отсчета находилась в 1960 г. и ранее¹.

Таблица 7.1. Максимальный реальный годовой рост фондового индекса

Страна	Рост (%)	Годовой период роста	Изменение курса за последующий год (%)
1. Филиппины	683,4	Дек. 1985 г. — дек. 1986 г.	28,4
2. Тайвань	400,1	Окт. 1986 г. — окт. 1987 г.	65,7
3. Венесуэла	384,6	Янв. 1990 г. — янв. 1991 г.	33,1
4. Перу	360,9	Авг. 1992 г. — авг. 1993 г.	15,8
5. Колумбия	271,3	Янв. 1991 г. — янв. 1992 г.	-19,9
6. Ямайка	224,5	Апр. 1992 г. — апр. 1993 г.	-59,2
7. Чили	199,8	Янв. 1979 г. — янв. 1980 г.	38,9
8. Италия	166,4	Май 1985 г. — май 1986 г.	-15,7
9. Ямайка	163,4	Авг. 1985 г. — авг. 1986 г.	8,7
10. Таиланд	161,9	Окт. 1986 г. — окт. 1987 г.	-2,6
11. Индия	155,5	Апр. 1991 г. — апр. 1992 г.	-50,3
12. Италия	147,3	Апр. 1980 г. — апр. 1981 г.	-32,1
13. Австрия	145,4	Фев. 1989 г. — фев. 1990 г.	-19,8
14. Финляндия	128,3	Сент. 1992 г. — сент. 1993 г.	46,3
15. Дания	122,9	Апр. 1971 г. — апр. 1972 г.	-12,4
16. Испания	119,8	Дек. 1985 г. — дек. 1986 г.	4,2
17. Люксембург	113,4	Дек. 1992 г. — дек. 1993 г.	-10,8
18. Швеция	111,5	Авг. 1982 г. — авг. 1983 г.	-9,6
19. Португалия	103,8	Апр. 1997 г. — апр. 1998 г.	-34,1
20. Люксембург	103,6	Янв. 1985 г. — янв. 1986 г.	2,6
21. Гонконг	101,0	Янв. 1993 г. — янв. 1994 г.	-38,5
22. Гонконг	99,1	Фев. 1975 г. — фев. 1976 г.	-3,4
23. Корея	98,8	Фев. 1975 г. — фев. 1976 г.	31,9
24. Гонконг	98,6	Нояб. 1979 г. — нояб. 1980 г.	-22,4
25. Швеция	96,6	Авг. 1977 г. — авг. 1978 г.	-50,8

Таблица 7.2. Максимальное реальное годовое снижение фондового индекса

Страна	Сни- же- ние (%)	Годовой период	Изменение кур- са за последую- щий год (%)
1. Тайвань	-74,9	Окт. 1989 г. — окт. 1990 г.	85,1
2. Ямайка	-73,8	Янв. 1993 г. — янв. 1994 г.	69,6
3. Швеция	-63,6	Авг. 1976 г. — авг. 1977 г.	96,6
4. Великобритания	-63,3	Нояб. 1973 г. — нояб. 1974 г.	72,7
5. Таиланд	-62,8	Авг. 1997 г. — авг. 1998 г.	71,9
6. ЮАР	-62,1	Июль 1985 г. — июль 1986 г.	48,9
7. Филиппины	-61,9	Окт. 1973 г. — окт. 1974 г.	-14,1
8. Корея	-61,9	Июнь 1997 г. — июнь 1998 г.	167,0
9. Пакистан	-59,5	Окт. 1990 г. — окт. 1991 г.	9,0
10. Индия	-58,4	Нояб. 1963 г. — нояб. 1964 г.	-18,8
11. Дания	-56,0	Июль 1969 г. — июль 1970 г.	-15,3
12. Гонконг	-55,5	Авг. 1997 г. — авг. 1998 г.	90,0
13. Гонконг	-55,1	Дек. 1981 г. — дек. 1982 г.	7,7
14. Норвегия	-54,2	Май 1967 г. — май 1968 г.	39,9
15. Испания	-54,1	Окт. 1976 г. — окт. 1977 г.	-15,6
16. Норвегия	-53,6	Янв. 1974 г. — янв. 1975 г.	-2,1
17. Австралия	-53,0	Окт. 1973 г. — окт. 1974 г.	33,6
18. Франция	-49,0	Сент. 1973 г. — сент. 1974 г.	25,3
19. Индонезия	-48,1	Март 1997 г. — март 1998 г.	-45,1
20. Канада	-47,9	Июнь 1981 г. — июнь 1982 г.	69,4
21. Финляндия	-47,5	Фев. 1990 г. — фев. 1991 г.	6,3
22. Колумбия	-47,1	Янв. 1980 г. — янв. 1981 г.	74,2
23. Италия	-46,1	Апр. 1974 г. — апр. 1975 г.	-31,3
24. Норвегия	-46,1	Дек. 1989 г. — дек. 1990 г.	68,6
25. Дания	-45,8	Сент. 1973 г. — сент. 1974 г.	14,7

Таблица 7.3. Максимальный реальный пятилетний рост фондового индекса

Страна	Рост (%)	Пятилетний период	Изменение курса в последующие пять лет (%)
1. Филиппины	1253,2	Нояб. 1984 г. — нояб. 1989 г.	43,5
2. Перу	743,1	Сент. 1991 г. — сент. 1996 г.	–47,5
3. Чили	689,7	Март 1985 г. — март 1990 г.	104,2
4. Ямайка	573,9	Дек. 1980 г. — дек. 1985 г.	38,7
5. Корея	518,3	Март 1984 г. — март 1989 г.	–36,6
6. Мексика	501,7	Янв. 1989 г. — янв. 1994 г.	–50,9
7. Тайвань	468,1	Май 1986 г. — май 1991 г.	–12,7
8. Таиланд	430,7	Май 1986 г. — май 1991 г.	17,0
9. Колумбия	390,7	Апр. 1989 г. — апр. 1994 г.	–52,0
10. Испания	381,9	Окт. 1982 г. — окт. 1987 г.	–33,7
11. Индия	346,1	Апр. 1987 г. — апр. 1992 г.	58,4
12. Финляндия	336,3	Сент. 1992 г. — сент. 1997 г.	40,3
13. Австрия	331,3	Янв. 1985 г. — янв. 1990 г.	–39,7
14. Португалия	329,1	Апр. 1993 г. — апр. 1998 г.	–64,9
15. Финляндия	291,0	Сент. 1982 г. — сент. 1987 г.	–55,5
16. Ямайка	280,2	Июль 1984 г. — июль 1989 г.	10,9
17. Япония	275,6	Авг. 1982 г. — авг. 1987 г.	–48,5
18. Франция	262,6	Март 1982 г. — март 1987 г.	10,2
19. Финляндия	262,5	Фев. 1968 г. — фев. 1973 г.	–68,2
20. Гонконг	261,6	Янв. 1975 г. — янв. 1980 г.	–17,2
21. Нидерланды	256,6	Июль 1993 г. — июль 1998 г.	–54,0
22. Норвегия	253,1	Сент. 1982 г. — сент. 1987 г.	–18,9
23. Норвегия	248,4	Окт. 1992 г. — окт. 1997 г.	–38,7
24. Швеция	247,1	Авг. 1982 г. — авг. 1987 г.	–36,9
25. Гонконг	230,9	Окт. 1982 г. — окт. 1987 г.	–14,6

Понятно, что глобальные восходящие или нисходящие движения курсов акций были обычным явлением в мировой практике. Многие из них были намного значительнее (в процентном отношении), чем те, которые наблюдались в США. Поэтому вы не увидите американских примеров ни в одной из этих таблиц. (Мы должны помнить, что рынок США является крупнейшим в мире, и даже в процентном отношении есть несколько примеров, которые были в шаге от попадания в топ-25. Например, реальный рост американского рынка на 184,8% с апреля 1994 г. по апрель 1999 г. почти попал в список примеров крупнейшего роста фондового рынка за пять лет. Снижение индекса американского фондового рынка на 44,1% в реальном выражении с октября 1973 г. по октябрь 1974 г. также немного не дотянуло до списка крупнейших падений рынка за год. А рост рынка на 113,9% в реальном выражении с июня 1932 г. по июнь 1933 г. (т.е. со дна Великой депрессии до начала восстановления экономики) можно было бы включить в список примеров наибольшего роста за год, но это случилось задолго до выборки для составления таблиц.)

В правой колонке каждой таблицы также показано (где это возможно), что произошло в последующий год или пять лет после соответствующего периода столь существенного изменения фондового индекса². Как можно увидеть, в каждой стране был свой сценарий поведения рынка — в некоторых он продолжал следовать в том же направлении, в других же разворачивался. В конце главы

я поделюсь тем, что известно о последствиях столь значительных изменений индекса, указанных в таблицах.

Истории, связанные с наибольшими изменениями фондового индекса

Легче найти истории, связанные с изменениями индекса фондового рынка в течение года, чем в течение пяти лет. Пять лет — слишком длинный отрезок времени. За это время факторы, вызвавшие рост или падение рынка, как правило, уже не остались в сознании граждан, и их рассматривают скорее как базовые тренды, а не как поворотные события. К счастью, у 14 из 25 пятилетних интервалов реального роста индекса, указанных в таблице 7.3, один из годовых интервалов попал в таблицу 7.1; и у 11 из 25 пятилетних интервалов реального снижения индекса, указанных в таблице 7.4, один из годовых интервалов попал в таблицу 7.2.

Таблица 7.4. Максимальное реальное пятилетнее снижение фондового индекса

Страна	Сниже- ние (%)	Пятилетний период	Изменение курса в последу- ющие пять лет (%)
1. Испания	-86,6	Дек. 1974 г. — дек. 1979 г.	0,1
2. Ямайка	-85,5	Июль 1973 г. — июль 1978 г.	185,2
3. Венесуэла	-84,9	Май 1977 г. — май 1982 г.	138,9
4. Таиланд	-84,0	Янв. 1994 г. — янв. 1999 г.	87,2
5. Филиппины	-83,1	Фев. 1980 г. — фев. 1985 г.	1000,0
6. Италия	-80,7	Июнь 1973 г. — июнь 1978 г.	72,6
7. Пакистан	-78,3	Фев. 1994 г. — фев. 1999 г.	18,2
8. Норвегия	-77,1	Июль 1973 г. — июль 1978 г.	74,1
9. Ямайка	-76,9	Янв. 1993 г. — янв. 1998 г.	61,6
10. Филиппины	-76,6	Сент. 1969 г. — сент. 1974 г.	-40,7
11. Индия	-74,6	Авг. 1962 г. — авг. 1967 г.	0,7
12. Велико- британия	-73,5	Дек. 1969 г. — дек. 1974 г.	81,5
13. ЮАР	-73,4	Апр. 1981 г. — апр. 1986 г.	16,6
14. Колумбия	-73,3	Июль 1971 г. — июль 1976 г.	-24,8
15. Колумбия	-72,7	Июль 1979 г. — июль 1984 г.	36,9
16. Чили	-72,6	Июнь 1980 г. — июнь 1985 г.	587,9
17. Филиппины	-72,2	Апр. 1976 г. — апр. 1981 г.	24,4
18. Финляндия	-71,3	Окт. 1973 г. — окт. 1978 г.	99,0
19. Корея	-68,3	Июнь 1993 г. — июнь 1998 г.	85,6
20. Португалия	-67,9	Янв. 1988 г. — янв. 1993 г.	222,6
21. Ямайка	-64,2	Нояб. 1969 г. — нояб. 1974 г.	-68,9
22. Корея	-63,6	Авг. 1978 г. — авг. 1983 г.	375,0
23. Италия	-62,6	Янв. 1970 г. — янв. 1975 г.	-46,1
24. Франция	-62,5	Янв. 1973 г. — янв. 1978 г.	5,7
25. Италия	-62,3	Сент. 1960 г. — янв. 1965 г.	-0,5

В ряде случаев у роста фондового индекса в течение года, казалось, были весомые причины для рациональных изменений. Особенно это касается значительных изменений за год: как правило, происходило что-то из ряда вон выходящее. Но даже в этом случае можно было предположить некоторую чрезмерную реакцию рынка на определенные события.

Наиболее существенный рост фондового рынка в течение года произошел на Филиппинах с декабря 1985 г. по декабрь 1986 г. Он был просто «убийственным» — 683,4%. Филиппинам же принадлежит и пальма первенства в реальном росте индекса за пять лет — 1253%, который произошел с ноября 1984 г. по ноябрь 1989 г. и включал в себя также период рекордного годового роста.

В течение года — с декабря 1985 г. по декабрь 1986 г. — пал режим Фердинанда Маркоса, сам Маркос покинул страну, а к власти пришло правительство во главе с Корасон Акино. Буквально перед тем, как на рынке начался рост, в стране возникла угроза коммунистического переворота, что могло превратить ее во второй Вьетнам. Супруг Корасон Акино был убит по приказу правительства Маркоса. На улицах городов не прекращались демонстрации. Это было время абсолютной неопределенности относительно будущего страны. После прихода нового правительства в стране появилась надежда на большие перемены, и идеи «новой экономики» оказались под рукой. Более того, как видно из таблиц, индекс фондового рынка не менял своего направления в течение последующих пяти лет.

Можно предположить, что очень низкие показатели фондового рынка Филиппин в декабре 1985 г., в самом начале рекордного годового роста, были результатом своего рода отрицательного пузыря. На самом деле три из 20 важнейших примеров пятилетнего максимального снижения фондового индекса (см. таблицу 7.4) относятся к Филиппинам, и все эти падения произошли до 1985 г. У филиппинского фондового рынка действительно была мрачная история до его впечатляющего взлета. Журналисты газет в 1985 г. и в предыдущие годы ломали головы над необычайно низким коэффициентом цена-прибыль, который, как правило, не превышал 4. Если рассматривать ситуацию с этой точки зрения, примеры максимального роста фондового индекса, приведенные в таблицах, представляют собой не что иное, как компенсацию серии его снижений.

Второй наиболее яркий пример максимального годового роста (октябрь 1986 г. — октябрь 1987 г.) и крупнейшее годовое снижение индекса (октябрь 1989 г. — октябрь 1990 г.) пришлось на долю Тайваня. Здесь также произошел седьмой по величине максимальный пятилетний рост индекса (май 1986 г. — май 1991 г.) и 27-е по величине максимальное пятилетнее снижение индекса (октябрь 1988 г. — октябрь 1993 г.).

В год наибольшего спекулятивного роста фондового рынка (октябрь 1986 г. — октябрь 1987 г.) у Тайваня были веские причины для оптимизма, связанные опять же с идеями наступления «новой эры». Активный экспорт стимулировал экономический рост, который стал исчисляться двухзначными числами, и многие предсказывали, что подобные темпы роста экономики будут вызваны в том числе производством такой высокотехнологичной продукции, как компьютерные чипы. Рост благосостояния был виден повсюду: улицы Тайбэя наводнили дорогие иностранные автомобили, а бизнесмены легко расставались со 100-долларовыми купюрами, расплачиваясь за хорошее вино в новых роскошных ресторанах. Несмотря на это, норма сбережений находилась на очень высоком уровне и страна активно инвестировала в свое будущее.

Осенью 1987 г., после серии уличных антиправительственных демонстраций, правительство страны наконец-то отменило военное положение, введенном на Тайване в 1949 г., а также впервые разрешило формирование оппозиционных партий. В сентябре 1987 г. (в период максимального годового роста индекса) правительство приняло два исторических и весьма показательных решения: разрешило иностранным инвесторам открывать на острове компании и позволило тайванцам посещать родственников, живущих в континентальном Китае (впервые с 1949 г.).

Несмотря на столь серьезные причины для наступления «новой эры» в тайваньской экономике, многие эксперты находились еще под впечатлением спекулятивной несдержанности фондового рынка страны в 1986–1987 гг. Объем торговли резко взлетел, увеличившись за период с января по сентябрь 1987 г. в семь раз и обогнав все остальные азиатские рынки вместе взятые, включая Японию³. Коэффициент цена-прибыль достиг отметки 45 против 16 на начало года.

Тайвань был во власти игровой лихорадки, которая проявлялась не только на фондовом рынке. Запрещенная игра в цифры под названием Та Chia Le («Счастье всем»), никому не известная до 1986 г., вдруг стала национальной страстью. Она была настолько популярна, что «в дни объявления выигрышных номеров крестьяне бросали свои земли, а рабочие — свои места на заводах»⁴.

Один из моих йельских студентов, родом с Тайваня, позже признался мне, что в 1987 г., когда он

был еще тинейджером, у себя на родине мать заставляла его каждый день ходить на фондовую биржу, чтобы наблюдать за тем, как идут торги, и сообщать обо всех важных событиях. Исполняя эту миссию, он убедился, как он сам сказал, в абсолютном безумии сложившейся спекулятивной ситуации.

Тайваньский фондовый рынок сразу не развернулся на 180 градусов: после максимального годового роста индекса он еще больше года продолжал расти. Но через год мы видим снижение на 74,9%, что является в нашем списке самым крупным падением фондового индекса за год.

На третьем месте по величине годового роста индекса — на 384,6% — стоит Венесуэла в период с января 1990 г. по январь 1991 г. Такой скачок последовал сразу за периодом серьезного спада в экономике, в результате которого в 1989 г. показатель экономического роста был отрицательным (–8%), уровень безработицы достиг 10%, а инфляция разогналась до 85%⁵. Затем Ирак оккупировал Кувейт (август 1990 г. — февраль 1991 г.), что нарушило систему поставок нефти из Персидского залива. В итоге мировые цены на черное золото стали быстро расти, как и спрос на венесуэльскую нефть. Это была почва для внезапно обрушившегося на Венесуэлу богатства. Кувейтский опыт, по общему мнению, убедил инвесторов в необходимости рассматривать Венесуэлу как альтернативного поставщика нефти, находящегося за пределами такого нестабильного региона, как Персидский залив. Но как рациональное объяснение подъема венесуэльского фондового рынка это выглядит малоубедительно, поскольку риск сбоя в поставках нефти из Персидского залива существовал еще задолго до вторжения Ирака и был всем известен. Президент Карлос Андрес Перес предупреждал, что «Венесуэла живет в условиях абсолютно искусственной экономики», поддерживаемой только ростом цен на нефть; но, невзирая на это, фондовый рынок устремился вверх⁶. В течение последующего года его рост не прекратился, но к январю 1993 г. акции венесуэльских компаний потеряли 60,3% своей реальной стоимости на январь 1991 г., а к январю 1999 г. — уже 82%.

Четвертый по величине годовой рост фондового индекса, 360,9%, произошел в Перу в период с августа 1992 г. по август 1993 г. Такому росту предшествовало резкое падение фондового рынка в апреле 1992 г., когда Альберто Фухимори установил диктатуру, распустил конгресс и, временно приостановив действие Конституции, развязал войну против повстанцев из движения «Светлый путь». Но в сентябре 1992 г. руководители «Светлого пути» были схвачены, и к апрелю 1993 г. демократия вновь вернулась на перуанскую землю, положив конец партизанскому террору, жертвами которого стали 27 000 человек. В 1990 г. инфляция достигла уровня 7000%, а показатель экономического роста находился в отрицательной зоне, но к 1993 г. инфляционные процессы удалось обуздать, и показатель экономического роста стал со знаком плюс. Удивительное ощущение прихода «новой эры», конечно, было, но четырехкратное увеличение фондового индекса в течение года заставило многих задуматься о том, что такой рост может быть избыточным. В следующем году рынок еще несколько подрос, но затем немного потерял. К январю 1999 г. реальный уровень рынка был ниже, но всего на 8%. Из всех наших примеров рост перуанского фондового рынка меньше всего напоминает спекулятивный пузырь: скорее всего, это был результат влияния по-настоящему положительных фундаментальных новостей.

Пример активного роста фондового рынка в Индии с апреля 1991 г. по апрель 1992 г. стоит 11-м в списке в таблице 7.1. Все началось с убийства Раджива Ганди в мае 1991 г., которое прервало 38-летнее правление династии Ганди. Преемник Ганди сразу же назначил министром финансов Манмохана Сингха, бывшего профессора Делийской школы экономики (который позже, в 2004 г., станет премьер-министром страны). Новое правительство выступило с планом отказа от государственного регулирования экономики, что было расценено как серьезное отступление от идей социализма. Страна открыла двери для иностранных инвестиций. Сингх представил проект бюджета, в котором предлагалось освободить финансовые активы от имущественного налога. Прежде руководители старались поддерживать минимальный курс акций компании, чтобы избежать налогообложения; теперь же они стали стимулировать их рост.

Проект бюджета также предполагал ослабление регулирования ценообразования и времени новых выпусков акций. Безусловно, подобные реформы можно считать вполне резонным основанием для роста фондового рынка, но многим он показался чрезмерным, и власти предупредили население об опасности спекулятивного превышения реального курса. В это время также предпринимались попытки манипулирования курсами акций. Махинации Харшада Меты по прозвищу Большой Бык, биржевого

маклера из Мумбаи, стали причиной общенационального скандала в 1992 г., после того как рынок достиг своего пика. Его называли создателем «эффекта вихря» в отношении отдельных акций, которые он покупал на рынке и перепродавал дружественным компаниям по более низкой цене, а затем вновь покупал акции, предложение которых уже значительно сократилось, и таким образом разгонял их курс⁷. Рост индийского фондового рынка в 1992 г. теперь называют «пиком Меты». Это действительно был пик, так как в течение следующего года рынок упал на 50,3%.

В указанных примерах прослеживается влияние события или серии событий вне самого рынка, которые предполагают начало подлинно «новой эры». Даже если есть уверенность, что рынок слишком бурно отреагировал на событие, данный факт трудно доказать. С другой стороны, есть примеры максимального роста индекса, в которых отсутствуют какие-либо объяснения столь значительных изменений на рынке, и поэтому СМИ говорят о каких-то долгосрочных процессах или психологии рынка

Возьмем, к примеру, бум на итальянском фондовом рынке с мая 1985 г. по май 1986 г., когда рынок в реальном выражении вырос на 166,4%. Тогда все говорили о значительном росте экономики, низкой инфляции и доверии к правительству Беттино Кракси. Но это не было новостью. Одна итальянская газета процитировала аналитика, который сказал: «Нет никаких объяснений... Все просто сошли с ума, и все. Это коллективное помешательство. Бесполезно пытаться понять, остановить или направить это безумие»⁸. Газета *Financial Times* (лондонский выпуск) писала: «Италию захватила лихорадка: сотни мелких инвесторов-новичков активно вкладывают в фондовый рынок, словно покупают лотерейные билеты»⁹. Реальный уровень итальянского рынка упал в течение следующего года на 15,7%. К сентябрю 1992 г. итальянский рынок потерял 68,0% своей реальной стоимости на май 1986 г.

Примерно в то же время во Франции эксперты удивлялись проснувшейся у инвесторов «любви к рынку»¹⁰, масштабы которой и причины возникновения невозможно объяснить, и французский фондовый рынок попал в наш список благодаря своему реальному росту на 282,6% с марта 1982 г. по март 1987 г. Отход правительства Франсуа Миттерана от жесткого соблюдения своих социалистических принципов, что подавалось как начало «новый эры», не казался адекватным объяснением резкого скачка на рынке. Если это и была «новая эра», то, по мнению многих экспертов, только с точки зрения психологии рынка, когда французские инвесторы с новой страстью ринулись на свободные рынки. Этот период большого энтузиазма завершился крахом мирового фондового рынка в 1987 г., что также отбросило назад французский рынок ценных бумаг, хотя в последующие пять лет (май 1987 г. — май 1992 г.) он добавил еще 10,2%. Любопытно, что французский рынок из этой точки также пошел вверх, и рост курсов французских акций с 1992 г. по начало нового тысячелетия был почти таким же грандиозным и загадочным, как и в Соединенных Штатах¹¹.

Конец «новой эры» и финансовые кризисы

Последствия чрезмерного роста индекса, о котором мы говорили выше, были самые разные. Обычно они сопровождались значительными разворотами, но это ни в коем случае не являлось закономерностью. Нес ли сам рост индекса в себе семена собственного разрушения или его прерывание было вызвано иными причинами?

Как правило, бычьи настроения на рынке сходят на нет под влиянием событий, не связанных с каким-либо проявлением иррационального оптимизма. Финансовые кризисы (банковский и валютный) наиболее значительные из них. Такие события попадают в центр внимания аналитиков в силу того, что их причины кажутся более определенными, чем у кризиса фондового рынка. Анализ показывает, что конец «новой эры» имеет скорее сугубо технические причины, чем психологическую или социальную подоплеку.

Мексиканский кризис 1994 г. стал следствием шестого по величине пятилетнего роста фондового индекса (см. таблицу 7.3). У этого кризиса сложная анатомия. Аналитики отмечают массовую скупку песо инвесторами, сопровождаемую их отказом вновь воспринимать *тесобоно* — краткосрочные долговые обязательства мексиканского правительства, выраженные в долларах США.

Инвестиционному сообществу было известно, что у мексиканского правительства недостаточно долларовых резервов для поддержки курса песо на случай, если вдруг все ринутся продавать национальную валюту. И хотя данная информация сама по себе не должна была вызвать девальвацию валюты вместе с уверенностью в том, что она неизбежна, она фактически и привела к девальвации. Безусловно, в этом не было ничего страшного, и на самом деле это можно было бы расценивать как возможность стимулировать экономику, в чем Мексика в то время очень нуждалась. Но есть одно «но» — инвесторы не верили в тесобона и поэтому не желали в них инвестировать. Правительство Мексики оказалось в ситуации, когда оно не могло погасить старый долг, потому что не смогло продать новый. К счастью, правительство получило кредит от международных организаций, позволивший им погасить долг и тем самым спасти ситуацию. Экономический кризис был преодолен.

Однако, несмотря на выявленный источник проблем, связанный с песо, несмотря на краткосрочность мексиканского экономического кризиса и международные кредиты, полученные Мексикой для решения проблем, реальный уровень мексиканского фондового рынка в 1999 г. был все еще ниже на 50% своего пикового значения 1994 г.; в течение десяти лет рынок не мог перешагнуть свой максимум 1994 г., скорректированный на инфляцию. После 1994 г. отношение общества к мексиканскому фондовому рынку кардинально изменилось. До кризиса 1994 г., в период правления Карлоса Салинаса, с появлением Североамериканского соглашения о свободной торговле и принятием Мексики в Организацию экономического сотрудничества и развития появилось гипертрофированное чувство неуязвимости и большого будущего, которое исчезло после кризиса.

Азиатский финансовый кризис 1997–1998 гг. также был больше, чем просто кризис фондового рынка. Он коснулся и валютного рынка, и банковского сектора. И снова это привлекло внимание аналитиков. Но, как мы можем увидеть из таблицы 7.3, азиатскому кризису предшествовало большое количество пятилетних циклов роста фондового индекса, и все они имели место задолго до валютных и банковских кризисов. В Японии с августа 1982 г. по август 1987 г. реальный рост фондового индекса составил 275,6%; в Гонконге с октября 1982 г. по октябрь 1987 г. — 230,9%; в Корее с марта 1984 г. по март 1989 г. — 518,3%; в Тайване с мая 1986 г. по май 1991 г. — 468,1% и в Таиланде за аналогичный период — 430,7%. Как видим, большая часть примеров роста приходится на 1982–1987 гг., когда мир отходил от последствий Великой рецессии 1981 г. И во всех этих странах фондовый рынок к декабрю 1996 г., еще до того, как появились хоть какие-то признаки начала азиатского финансового кризиса, уже спустился со своего пика. Создается впечатление, что кризису в этих странах предшествовало схлопывание спекулятивного пузыря, которое одновременно и стало одной из причин кризиса. Кроме того, во время кризиса какие-то истории о фондовом рынке, как и об общественном доверии, появлялись лишь изредка и только как фон, а все внимание было обращено к изменениям валютного курса, внезапному бегству иностранных инвесторов, трудностям в банковском секторе, инфляции и проблемам занятости.

Эти истории о финансовом кризисе — яркий пример того, как порой внимание экономических и финансовых аналитиков привлекают сложные факторы. Каждая из них может быть «техническим» обоснованием событий. Вокруг этих факторов могут разворачиваться дискуссии, отвлекая внимание от происходящих изменений общественного мнения, которые выражаются в спекулятивных ценах. Поэтому основная легенда о слишком бурной реакции инвесторов на новости и о действии петли обратной связи в отношении роста фондового индекса часто просто теряется среди других.

Что прибавилось, то и убавилось — и наоборот

Нельзя утверждать, что причиной многих кризисов является спекулятивная несдержанность. Можно говорить о том, что фундаментальные причины, предлагаемые инвесторами, реальны с точки зрения доказательств, имевшихся на момент, когда рынок рос, и что истории о приходе «новой эры» нельзя назвать полностью необоснованными, поскольку они объясняют, что может произойти в будущем. Но напрашивается также вопрос о склонности фондового индекса к развороту. Если растущий рынок в среднем имеет тенденцию к развороту, то мы вправе говорить о ненадежности фундаментальных причин.

Данные, на основе которых строились приведенные в этой главе таблицы, подтверждают то, что первыми обнаружили в своих наблюдениях Вернер Де Бондт и Ричард Талер: акции-победители (если статус победителя присваивается, исходя из длительного периода, например, пяти лет) чаще всего в последующий период той же продолжительности ведут себя более чем скромно, и наоборот¹².

Из информации, использованной для построения таблиц, мы видим, что из 25 стран, представленных в таблице 3.1, в 17 (68%) после пятилетнего роста в последующий пятилетний период наблюдался спад в реальном выражении и средний уровень падения составил $-14,7\%$ ¹³. Аналогично из 25 стран, испытавших падение фондового индекса в течение пяти лет (таблица 7.4), в 20 (80%) в последующие пять лет наблюдался рост и средний уровень составил $119,7\%$. Таким образом, мы видим, что существует устойчивая, хотя и несовершенная тенденция в отношении как значительного роста, так и падения фондового индекса в течение пяти лет — и в том и в другом случае в последующие пять лет происходит разворот рынка.

Если мы посмотрим на изменения фондового индекса в годовом интервале в реальном выражении (таблицы 7.1 и 7.2), то обнаружим менее явную тенденцию к разворотам, чем та, которую мы надеялись найти, исходя из материалов о курсах отдельных акций. Мы видим, что из 25 стран, испытавших в течение года значительный рост фондового индекса в реальном выражении и указанных в таблице 7.1, 15 (60%) испытали в последующий год падение, а значит, примерно в равной пропорции рынок следовал потом либо вверх, либо вниз, средний же показатель изменений индекса составил $-4,2\%$. Из 25 «стран-неудачников», указанных в таблице 7.2, 18 (72%) испытали после значительного падения в течение года рост фондового индекса в реальном выражении в течение последующего года, и средний показатель реального изменения индекса составил $36,3\%$. Год не кажется достаточным отрезком времени, чтобы можно было увидеть как сильный повышательный или понижающий тренд разворачивается.

Вполне вероятно, что в будущем тенденция значительного роста фондового рынка в отдельных странах, а затем ее разворот в противоположную сторону уменьшится. С более свободным перемещением капиталов, чем это было возможно в описанные в таблицах периоды, и с большим количеством глобальных инвесторов, стремящихся выгодно купить ценные бумаги в «недооцененных» странах или открыть короткие позиции по бумагам в «переоцененных», ситуация на рынках может стать более стабильной. Даже в этом случае маловероятно, что эти силы скоро сведут на нет вероятность движения курсов, особенно редко возникающие и медленно развивающиеся события в крупных странах, а также события международного масштаба, которым сопутствуют вялые и трудно диверсифицируемые возможности получения прибыли. Не следует игнорировать вероятность серьезных спекулятивных пузырей как сегодня, так и в будущем.

В этом разделе, посвященном культурным факторам, мы исследовали то, как люди в разные времена обосновывали изменения фондового индекса, и мы видели доказательства краткосрочности влияния культурных факторов. Однако в конечном счете наши выводы зависят от наших взглядов и способностей к последовательному и независимому суждению. Чтобы свести воедино понимание приводимых аргументов, в следующей части мы займемся изучением основополагающих психологических факторов — склонности человека действовать независимо или во всем соглашаться с другими, верить или не верить людям, быть уверенным или постоянно сомневаться, быть внимательным или невнимательным. Подобные факторы подтверждают правильность нашего подхода к спекулятивным пузырям.

Часть III
Психологические факторы

Глава 8

Психологические якоря для рынка

Как мы уже могли убедиться, рынок не очень увязан с основными экономическими показателями. Люди даже не имеют четкого представления, каков «правильный» уровень рынка: мало кто готов потратить свое время на размышления о том, каким он должен быть, является ли сегодня рынок переоцененным или недооцененным. Так что же определяет уровень рынка каждый день? Что является для рынка якорем? Что определяет показатель промышленного индекса Dow Jones — будет он на уровне 4000 или 14000? Что в конечном итоге ограничивает обратную связь от колебаний курсов к последующим колебаниям, усиливающим спекулятивную динамику? Почему рынок пребывает в одном состоянии на протяжении нескольких дней, после чего вдруг резко идет вверх или вниз? Мы уже знаем отчасти ответы на некоторые вопросы, но, чтобы понять истинную природу функционирования якорей, мы должны обратиться к психологии.

Следует заметить, что многие популярные работы по психологии инвестирования не заслуживают доверия. Инвесторам приписывают состояние эйфории или безумия во время подъема, а также паники во время спада на рынке. В обоих случаях, при взлете и падении, инвесторы представлены в качестве слепо следующих за своим стадом овец, не имеющих собственного мнения. Вера в рациональность рынка начинает звучать намного убедительнее, когда единственной альтернативой служат такие поп-психологические теории.

Мы все знаем, что большинство людей ведут себя намного разумнее в ситуациях финансового кризиса, чем пишут в работах по психологии. Взлеты и обвалы на финансовых рынках для большинства из нас не сравнятся по переживаемым эмоциям с тем, что человек испытывает после победы в сражениях или во время вулканических извержений. Даже во время самых значительных событий финансового характера большинство людей заняты преимущественно своими личными делами, абсолютно не связанными с финансовыми рынками. Трудно представить, что рынок в общем и целом отражает эмоции, представленные в этих психологических теориях.

Тем не менее тщательное психологическое исследование доказывает, что существуют модели человеческого поведения, а это приводит к мысли о наличии на рынке якорей, которых бы не было, если бы рынки функционировали рационально. Эти модели поведения не являются результатом крайнего человеческого невежества — они, скорее, отражение человеческого интеллекта, имеющего как недостатки, так и сильные стороны. Инвесторы стремятся поступать правильно, но их возможности ограничены, а в голове сидят устоявшиеся естественные модели поведения, которые определяют их решения в случае отсутствия четких указаний к действиям¹.

Мы рассмотрим два вида психологических якорей: *количественные якоря*, которые сами по себе являются индикаторами соответствующих уровней рынка, дающими возможность людям определять, является рынок переоцененным или недооцененным, а также в какой момент следует покупать; и *морально-этические якоря*, действующие через убедительность причины, заставляющей людей покупать акции, — эту причину они должны сравнить с другими возможностями использования уже имеющихся (или потенциально имеющихся) средств для инвестирования на фондовом рынке. С помощью количественных якорей люди сравнивают экономические показатели с курсом (ценой), когда решают, насколько правильно оценены акции (или другие активы). С помощью морально-этических якорей люди сравнивают интуитивную или эмоциональную убедительность аргументов в пользу инвестиций в фондовый рынок с имеющимися у них на данный момент средствами и необходимостью тратить деньги сейчас.

Количественные якоря

Те, кто разрабатывает анкеты, знают, что ответы людей зависят от вариантов, предлагаемых в списке вопросов. Например, когда людей просят ответить, в каком диапазоне находятся их доходы, их ответы определяют предложенные диапазоны. Варианты ответов служат якорями, под которые

подстраиваются ответы.

Психологи доказали, что решения людей в неоднозначных ситуациях попадают под влияние имеющихся у них якорей. Когда необходимо что-то оценить и вы не знаете, что сказать, вы берете любое приходящее на ум число. Психологи Амос Тверски и Даниэль Канеман наглядно продемонстрировали данный феномен в эксперименте с использованием колеса фортуны: большой барабан с цифрами от 1 до 100, похожий на те, которые используются в телевизионных шоу, при вращении останавливается на случайной цифре. Участникам эксперимента задавали вопросы, ответами на которые служили цифры от 1 до 100. Вопросы звучали, например, так: «Какой процент в ООН составляют африканские страны?» Сначала их спрашивали, является ли выбранное ими число выше или ниже числа, выпавшего на барабане. После этого просили дать ответ. Экспериментаторы заметили, что на ответ существенно влияло случайно выпавшее на барабане число. Например, если стрелка колеса останавливалась на цифре 10, то средний процент африканских стран составлял 25, а если стрелка указывала на цифру 65, то средний процент составлял 45. Эксперимент был интересен и тем, что был разработан таким образом, что его участники знали: выпавшее на барабане число является случайным и, более того, оно не должно нести какого-либо эмоционального смысла для участника².

Для решения относительно уровня цен на рынке акций наиболее подходящим якорем будет самая последняя цена, которую удалось запомнить. Тенденция инвесторов в использовании подобного якоря закрепляет каждодневную схожесть курсов. Другими возможными якорями являются запомнившиеся курсы в прошлые годы (месяцы), и тогдашние тенденции начинают выполнять роль якорей, что может отчасти стать причиной наблюдаемых трендов в виде разворотов курсов отдельных акций. Другим якорем может стать последний ключевой показатель самого известного индекса, например Dow Jones, ближайшее круглое число — использование инвесторами этого якоря может помочь объяснить необычное поведение рынка при приближении к этому уровню. Прошлые *изменения* курсов также могут вызвать появление якоря, если заострить на них особое внимание. В главе 5 мы говорили о том, что падение на рынке во время кризиса 19 октября 1987 г. в процентном соотношении был равен тому, что случился 28–29 октября 1929 г. и так активно обсуждался в период финансового кризиса 1987 г.

Для отдельных акций изменение курсов обычно привязано к изменению курса других акций, и коэффициент цена-прибыль может быть привязан к коэффициенту других компаний. Подобная привязка может помочь объяснить, почему курсы отдельных акций фактически движутся синхронно в одном направлении, и таким образом узнать, почему курсы акций настолько волатильны — почему средний курс всех акций как неотъемлемая часть построения индекса не может существенно снизить уровень их волатильности³. Это может также объяснить, почему курсы акций компаний различных отраслей, но имеющих головные офисы в одной стране, часто ведут себя одинаково, чего нельзя сказать об акциях компаний одной отрасли, но чьи штаб-квартиры находятся в разных странах, вопреки ожиданиям того, что сфера деятельности, а не местонахождение головных офисов в большей степени определяет основные показатели компании⁴. И, кроме того, это может объяснить, почему инвестиционные трасты недвижимости, торгующие на фондовых биржах, склонны вести себя так, как будто они вкладывают в акции, а не в коммерческую недвижимость⁵. По сути, все эти аномалии на финансовых рынках можно объяснить простой привязкой количественных якорей к подходящим цифрам.

Морально-этические якоря

Морально-этические якоря привязывают рынок к тому, что люди сравнивают подсознательную убедительность историй с причинами, заставляющими их удерживать себя от инвестиций, — вопреки своей насущной потребности заработать на этом. У рынка нет препятствий для того, чтобы достичь очень высокого уровня, поскольку у людей нет представления о том, что на самом деле является «правильным» уровнем. Более того, если рынок значительно вырос, то разница между тем, сколько люди могут заработать на рынке, и их существующим уровнем жизни, при сравнении с причинами держать акции, подводит к решению их продать. Можно оценить природу этого якоря с помощью экстремального примера. Предположим, невзирая на факты, что психология рынка вызвала рост рынка

до такого уровня, что большинство держателей акций стали мультимиллионерами на бумаге. Затем, если у этих людей не останется серьезных причин сохранить все имеющиеся акции, они захотят *жить* как мультимиллионеры и продадут какое-то количество акций для того, чтобы иметь возможность потратить деньги. Такие продажи неизбежно повлекут за собой падение курса акций, так как не будет достаточно покупателей и, безусловно, не существует на сегодняшний день такого объема национального дохода, который был бы способен поддерживать столько мультимиллионеров. Фондовый рынок может достичь фантастического уровня, только если люди не будут думать, что им следует проверять его на прочность, и пытаться получить удовольствие от вновь обретенного богатства.

В основе концепции морально-этических якорей лежит психологический принцип, что мышление человека, которое определяет его поступки, не является количественными — напротив, оно приобретает форму *повествования и обоснования*. Вот почему, в случае с морально-этическими якорями, люди сравнивают историю, не имеющую каких-либо количественных измерений, с величиной прибыли, которую они могут получить. Обычная экономическая теория не содержит четких объяснений для подобной аргументации, но существует множество фактов, доказывающих, что именно таким образом формируется мотивация инвесторов.

Психологи Нэнси Пеннингтон и Рейд Хасти в своих работах показали важность историй при принятии решений, проанализировав, как присяжные заседатели выносят вердикт в сложных ситуациях. Они обнаружили, что приближение присяжных к моменту вынесения решения в рамках судебного процесса имеет сходство с сочинением истории — когда все детали в процессе разбирательства соединяются в единую цепочку событий. Вынося вердикт, они обычно не уделяют особого внимания цифрам или вероятностям и не оценивают значимость показаний, а, скорее, просто рассказывают историю, выстраивают хронологию событий и отмечают, насколько логично складываются между собой все детали.

Аналогично те, кто организует масштабную продажу своих акций, имеют обыкновение рассказывать яркие истории — об акциях, о компании, об основных свойствах продукта и о том, как его используют. Коммерческое предложение не так часто включает в себя обсуждение цифр, возможных вариантов развития событий или соотношение курса акций относительно будущих дивидендов или доходов. Эти количественные факторы не имеют ничего общего с решениями, которые возникают в голове человека естественным образом на основе «повествовательного» анализа.

В любой культуре у ее представителей в той или иной форме существует на базовом уровне интерес к азартным играм⁷, который распространяется и на спекулятивные рынки. Некоторое тяготение к азартным играм, помимо странностей, присущих игрокам, связано с описательным мышлением. Слушая разговоры игроков, можно заметить, что они обычно рассказывают истории без оценки вероятностей, и часто возможности, описанные в этих историях, имеют больше реальных аргументов, чем количественных понятий. В этих историях любители азартных игр используют абсолютно иные слова, чем приверженцы теории вероятности, предпочитая вставлять такие слова, как *удача* или *удачный день*, и редко произнося такие слова, как *возможность* и *вероятность*. Рассказывают истории о своих выигрышах и потерях, о череде событий, которые предшествовали их удаче или проигрышу, о развитости интуиции, помогающей «сорвать банк». Такие истории могут нести определенный смысл и придавать значимость событиям, которые в действительности происходят достаточно редко⁸.

Уже отмечалось, что сотрудники компании имеют тенденцию инвестировать в акции компании (а именно в акции компании-работодателя), хотя в их интересах было бы диверсифицировать риски и не вкладывать деньги в организацию, которая обеспечивает их средствами к существованию. Около трети всех взносов в крупных пенсионных сберегательных планах инвестируется в акции компаний, а в некоторых компаниях, таких, как, например, Coca-Cola, эти инвестиции достигают 90% всех взносов⁹. Такая тенденция к инвестированию в акции своей компании может рассматриваться как результат влияния рассказываемых историй: сотрудники знают больше историй про свою компанию, поэтому инвестируют в акции своего работодателя. Кроме того, людям необходимо найти объяснение своим решениям, так, как если бы им потребовалось предоставить аргументацию простыми словами — и если не другим, то хотя бы себе. Потребность иметь простое объяснение схожа с потребностью иметь

какую-либо историю под этим решением; как истории, так и причины являются простым логическим обоснованием, которое можно в устной форме донести до других людей.

Психологи Эльдар Шафир, Итамар Симонсон и Амос Тверски опытным путем продемонстрировали, какие ошибки совершают люди в процессе поиска простых объяснений своим решениям. Они предоставили участникам эксперимента выбор между двумя вариантами: один вариант был «упрощенный», без ярких положительных и отрицательных черт. Другой — «обогащенный», в котором отчетливо прослеживались как положительные, так и отрицательные характеристики. Во время одного из экспериментов участников спросили, кому из родителей они бы присудили единоличную опеку над ребенком. Родителя А («упрощенный» вариант) представили как имеющего «средний доход, среднее состояние здоровья, среднестатистический рабочий график, приемлемые взаимоотношения с ребенком и относительно спокойную общественную жизнь». Родителя Б («обогащенный» вариант) представили как имеющего «доход выше среднего, очень близкие отношения с ребенком, социально весьма активного, имеющего много командировок и минимальные проблемы со здоровьем». Экспериментаторы заметили, что выбор участников зависел от того, как их спрашивали. Когда одну группу участников эксперимента просили выбрать того родителя, кому они бы отдали опеку, 64% выбрали родителя Б. Когда вторую группу попросили выбрать того, которому следовало бы отказать в опеке, 55% снова выбрали родителя Б. Доминирующие ответы двух групп логически противоречат друг другу, но они вполне вписываются в рамки понимания того, что для обоснования решения необходимо иметь весомую аргументацию. Психологи обнаружили, что точно такая же тенденция существует даже в случае принятия сугубо личных решений, которые не нужно никому объяснять¹⁰.

Причины держать акции или другие активы могут быть как этического, так и практического характера. Наша внутренняя культура предлагает нам причины не продавать акции или другие сберегательные инструменты, апеллирующие к нашему чувству отождествления себя с ответственными и уравновешенными людьми. Вспомните книгу 1996 г. «Миллионер по соседству» (The Millionaire Next Door), ставшую бестселлером во время бума на фондовом рынке 1990-х. В ней говорилось, что большинство миллионеров в США — это не какие-то особенные люди, получающие сверхдоходы, а скорее просто экономные американцы — обычные среднестатистические граждане, которые не меняют ежегодно машины, не живут в роскошном доме и не имеют склонности к транжирству¹¹. Эта книга стала не только интересным исследованием жизни миллионеров; она также дала тонкий намек на нравственное превосходство тех, кто на протяжении всей своей жизни постепенно формирует свой капитал. Таким образом читателям была предложена привлекательная аргументация в пользу экономии и инвестирования. В книге не было никакого анализа коэффициентов цена-прибыль или каких-либо советов по инвестициям — тем самым тонко намекалось на то, что все это не имеет никакого значения. Вместе с тем в ней предлагалось множество историй об успешных, экономных людях, многие из которых преуспели во времена бычьего рынка в 1980-е и 1990-е — историй с яркими подробностями и высокой степенью актуальности для читателей. Заманчивое повествование об инвестирующих миллионерах, которые не стремились «проверять» рынок, продавая свои активы и расходуя полученные деньги, стала неким морально-этическим якорем, помогающим удерживать рынок в необычном бычьем состоянии.

Излишняя уверенность и интуитивное обоснование

Оценивая значимость этих психологических якорей для рынка, важно иметь в виду распространенную тенденцию среди людей к *излишней уверенности* в своих убеждениях. Люди готовы действовать под влиянием историй или причин, которым они хоть немного доверяют. Они считают, что знают больше, чем это есть на самом деле. Им нравится выражать свое мнение по поводу того, о чем они знают совсем немного, и очень часто они руководствуются именно этим мнением. Так или иначе в определенные моменты жизни каждый из нас сталкивался с такими всезнайками. Но психологи описали эту тенденцию к излишней уверенности с некой осторожностью и указанием на обобщенность.

Психологи Барух Фишхофф, Пол Словик и Сара Лихтенштейн доказали, что, когда людям задают

простые реальные вопросы (например, какой из двух популярных журналов имеет больший тираж или какая из двух распространенных причин смерти является наиболее частой), а затем их просят представить аргументы в пользу своих ответов, они обычно переоценивают вероятность того, что они правы. В действительности, когда люди говорят о том, что они уверены в своей правоте, они оказываются правы приблизительно в 80% случаев¹². Эти наработки стали предметом для дискуссий среди психологов, и феномен чрезмерной уверенности не был признан универсальным.

В условиях эксперимента было доказано, что иногда люди могут избавиться от своей излишней самоуверенности¹³. И все же это очень сильная черта характера человека: лучше быть самоуверенным, чем неуверенным. Я столкнулся с очевидным примером чрезмерной уверенности в собственной правоте, интервьюируя инвесторов; они были непреклонны в своих убеждениях и слишком поспешно выносили вердикты. В течение долгого времени психологи пытались разобраться в том, почему люди склонны к излишней самоуверенности. По одной версии, оценивая правильность своих выводов, люди имеют тенденцию оценивать свою правоту только на последней стадии размышлений, забывая о других элементах рассуждения, которые могут быть неверными¹⁴. Другая версия заключается в том, что люди делают вероятностные суждения, пытаясь найти сходство с другими наблюдениями, и забывают о том, что существует множество других наблюдений, с которыми можно было бы также провести сравнение¹⁵. Причина излишней уверенности также связана со склонностью к запоздалым суждениям — люди думают, что они бы знали, как будут развиваться события, еще до того, как все произошло, если бы были в том месте или у них была бы причина обратить на это внимание¹⁶. Из-за склонности к запоздалым суждениям люди считают мир более предсказуемым, чем он есть на самом деле.

Еще один фактор излишней уверенности относительно спекулятивных рынков — *магическое мышление*. Когда мы говорим, что интуитивно человек чувствует, прибыльными или убыточными будут его вложения, а также о решении инвестировать, мы имеем в виду его сокровенные мысли — мысли, которые он не должен объяснять или оправдывать перед другими. Образ мыслей, именуемый психологами «магическим мышлением» или «квазимагическим мышлением», бесспорно, играет свою роль. У людей периодически возникает ощущение, что определенные действия принесут удачу, даже если, логически рассуждая, они понимают, что эти действия никак не повлияют на исход событий. Люди могут принимать серьезные решения, которые, под давлением, они признают нелогичными. Было замечено, что люди делают большие ставки на монету, которая еще не была брошена, чем на ту, которая уже брошена (для которой результат еще не известен). И если людей спросить, сколько денег они потребуют за уже имеющийся у них лотерейный билет, они запросят цену в четыре раза дороже, как будто они сами теперь могут выбрать выигрышный номер. На самом деле на каком-то уровне своего магического мышления люди считают, что они могут повлиять на еще не брошенную монету или вероятность выбора выигрышных номеров на лотерейном билете¹⁷.

Исходя из результатов этих экспериментов становится понятно, почему люди способны размышлять, по крайней мере на интуитивном уровне, следующим образом: «если я куплю акции, они в дальнейшем обязательно вырастут в цене», или «если я куплю акции, то другие, вероятно, захотят тоже купить акции, поскольку они думают так же, как я», или «мне недавно повезло, значит, моя удача всегда со мной». Такое мышление определенным образом способствует излишней уверенности, ведущей к распространению спекулятивных пузырей. Другим проявлением чрезмерной уверенности служит тот факт, что в ситуациях неопределенности люди склонны принимать решения, опираясь на схожие примеры и предполагая, что будущие варианты будут напоминать варианты в прошлом, часто без тщательного изучения этих примеров или вероятности их повторения. Такая непоследовательность человеческих суждений, которую называют *эвристикой представительности*, была продемонстрирована психологами Тверски и Канеманом в ряде проведенных ими экспериментов. Например, они просили людей угадать профессию человека из представленного им списка на основании описания личности человека. Если в описании говорилось, что человек был натурой артистичной и чувствительной, то обычно выбор склонялся к профессии дирижера или скульптора, а не разнорабочего или секретаря, причем люди полностью пренебрегали тем фактом, что названные профессии были достаточно редкими, следовательно, и вероятность правильности ответов — очень

низкой¹⁸. Отвечая на такие вопросы, было бы разумнее совсем не называть профессии дирижера или скульптора, так как вероятность правильных ответов в этом случае была слишком низка. Но люди искали наиболее подходящие профессии, пренебрегая степенью вероятности¹⁹.

Однако излишняя уверенность — фундаментальный фактор, стимулирующий высокий торговый оборот, который мы наблюдаем на спекулятивных рынках. Можно предположить, что без этого оборот на финансовых рынках был бы меньше.

Если бы люди были абсолютно рациональны, то половина инвесторов думали бы, что их способности как трейдеров находятся на уровне ниже среднего и, следовательно, у них не возникало бы желания проводить спекулятивные сделки с другой половиной, которые, как им казалось бы, должны превосходить их в этих способностях. Таким образом, получается, что второй половине с уровнем выше среднего не с кем было бы проводить сделки, а значит, теоретически не было бы никакой спекулятивной торговли²⁰.

Чрезмерная уверенность в суждениях заставляет людей временами поверить в то, что они знают, когда будет подъем рынка, даже если им известно, что, с позиции здравого смысла, курсы акций не поддаются прогнозированию.

Проводя опрос среди инвесторов сразу после кризиса 19 октября 1987 г., я поинтересовался у них: «Думали ли вы в какой-то момент 19 октября 1987 г. о том, что у вас было некое предчувствие надвигающегося кризиса?» Среди частных инвесторов, покупавших акции в тот день, 47,1% ответили «да»; среди институциональных инвесторов положительно ответили 47,9%. Таким образом, почти половина из тех, кто участвовал в торгах в тот день, знали о том, как поведет себя рынок. Мне показалось это удивительным. Даже среди всех частных инвесторов, большинство из которых ничего не покупали и не продавали в тот день, 29,2% на мой вопрос ответили «да»; среди институциональных инвесторов положительно ответили 28,0%. С чего бы людям считать, что они знают, как поведет себя рынок в какой-то день, тем более в такой беспокойный? Мысль о том, что кто-то может знать такие вещи, противоречит самым обычным наблюдениям, говорящим о невозможности прогнозирования рынка, а также противоречит расхожему мнению о том, что очень сложно правильно выбрать время для операций на фондовом рынке. Достаточно много людей верят в то, что рынок никогда не бывает слишком прогнозируемым.

Следующий вопрос в моей анкете звучал так: «И если у вас было такое предчувствие, что, как вы считаете, заставило вас так думать?». Потрясло отсутствие ответов с веской аргументацией. Упоминались «интуиция», «внутреннее чутье», «исторические факты и здравый смысл» или «психология рынка». Конкретные факты или ссылки на существующие теории использовались очень редко — даже среди институциональных инвесторов.

Эти интуитивные предчувствия по поводу будущего курса рынка были очень важны с точки зрения направления развития кризиса фондового рынка, поскольку очевидно, что именно эти интуитивные решения способствовали появлению якорей, которые остановили падение фондового индекса. Чтобы понять природу спекулятивных пузырей, как положительных, так и отрицательных, мы должны принять за факт, что излишняя уверенность в собственных интуитивных решениях играет важнейшую роль.

Недолговечность якорей: трудные размышления о будущих решениях

Якоря, представленные здесь, объясняют причину стабильности рынка изо дня в день, но мы также должны принимать во внимание и то, что иногда якоря выпускают ситуацию из-под контроля и порой совершенно неожиданно. Тогда на рынке происходят значительные изменения. В частности, сюрпризы, которые время от времени преподносит нам рынок, происходят из-за того, что события в новостях оказывают такое сильное влияние на сознание человека, о котором он даже не подозревает.

Психологи Шафир и Тверски описали феномен, названный ими *нелогическим суждением* — суждением, которое характеризуется неспособностью делать простые выводы, к которым в итоге придется обратиться в будущем в случае возникновения гипотетических событий. По мнению Шафира и Тверски, люди не могут принимать решения до наступления событий. Когда мы учимся играть в

логические игры, например в шахматы, нам нужно практиковаться в умении думать на перспективу и определять, какой шаг нужно предпринимать в ответ на действия противника. Кто-то научился думать так: «Если я пойду сюда, тогда противник может пойти сюда или сюда, и если он пойдет сюда, тогда все в порядке, но если он пойдет сюда, то я окажусь в сложной ситуации...» Другими словами, человек учится думать посредством прохождения всех значимых «ветвей» на «дереве» решений. В повседневной жизни мы в некоторой степени используем те же модели мышления, которые изучали в игре. Но реальные решения завуалированы эмоциями и отсутствием определенных целей, и люди часто не ведут себя так, будто они заранее все обдумали.

Шафир и Тверски показали в качестве примера размышления студентов о том, ехать или нет на каникулы на Гавайи после того, как они узнают результаты сдачи экзаменов. Сталкиваясь с этим выбором, они пытались разобраться с собственным разумом по поводу чувств, испытываемых относительно такого выбора. Некоторые студенты, сдавшие экзамен, подумают: «Я должен поехать на каникулы в Гавайи, чтобы отпраздновать и вознаградить себя за труды». Другие студенты, провалившие экзамен, подумают: «Я должен поехать на каникулы, чтобы успокоиться и поднять настроение». Кто-то решит съездить независимо от того, сдадут они экзамен или нет. Студенты, принявшие решение ехать в любом случае, должны, по логическому сценарию, заблаговременно, еще до экзамена, забронировать тур, зная, что информация о его результатах не связана с их решением. Но иногда этим людям трудно сделать выбор до того, как они узнают результаты экзаменов. До сдачи экзамена они не могут на эмоциональном уровне принять окончательное решение по поводу поездки и поэтому не способны целиком посвятить себя решению этого вопроса²¹.

И хотя этот пример описывает ситуацию, в которой трудности в принятии решений связаны с тем, как будут чувствовать себя люди в будущем, а не в принятии решений по очевидным вопросам, как в игре в шахматы, в действительности решения по поводу инвестиций, вполне вероятно, включают в себя такую же эмоциональную составляющую, как и решения, связанные с поездкой на каникулы.

Именно по этой причине влияние новостных репортажей на фондовый рынок иногда связано больше с пониманием того, что мы чувствуем относительно полученных новостей, чем с какой-либо логической реакцией на эти новости. Мы можем принимать решения, которые невозможно было бы принять до появления новостей. Отчасти по той же причине прекращение действия психологического якоря может быть настолько непредсказуемым: люди узнали что-то про себя, про свои эмоции и склонности, но только после изменения фондового индекса.

Психологические якоря рынка цепляются за странные вещи на «илистом дне» нашего сознания. Якорь может подпрыгивать или волочиться по дну с тем, чтобы снова зацепиться за какой-нибудь объект, сила которого удивила бы нас, если бы мы увидели его на берегу. В этой главе мы рассмотрели некоторые психологические факторы, объясняющие природу таких якорей. Но якоря могут иметь значимость для рынка в целом, только если те же самые мысли появились у большого количества людей. В следующей главе мы рассмотрим социальную основу суждений: склонность к стадному поведению и вирусное распространение идей.

Глава 9

Стадное поведение и модели эпидемий

Фундаментальные наблюдения за человеческим обществом показали, что люди, которые постоянно общаются друг с другом, начинают мыслить одинаково. В любом месте и в любое время присутствует так называемый дух времени — *Zeitgeist*. Чтобы оценить правдоподобность теории спекулятивных колебаний, объясняющей изменение курсов акций (цен на недвижимость) ошибочным мышлением, важно понять, откуда происходит похожее мышление. Если бы миллионы людей, делающих инвестиции, были действительно независимы друг от друга, любое ложное мышление вело бы к усреднению и оно никак не влияло бы на курсы (цены). Но в случае с менее механистическим, или иррациональным, мышлением большинство людей рассуждают одинаково, значит, оно на самом деле может быть причиной подъема и спада на фондовых рынках.

Одна из причин того, что человеческие суждения всегда схожи с суждениями в похожих ситуациях, заключается в том, что люди реагируют на одну и ту же информацию — информацию общедоступную на тот момент времени. Но, как мы увидим в этой главе, рациональная реакция на информацию для общественности — не единственная причина одинакового мышления людей, так же как использование этой информации не всегда уместно или обосновано.

Информация и социальное давление

Известный социальный психолог Соломон Аш рассказал об эксперименте, проведенном в 1952 г., который он интерпретировал, — и который часто интерпретировали также и другие — как пример мощного социального давления на суждение индивида. Его работа была опубликована во времена всеобщей обеспокоенности, вызванной влиянием коммунистической пропаганды, тревоги по поводу несомненно успешной идеологической обработки китайскими коммунистами и сохранявшегося недоумения относительно способности немецких фашистов в Германии добиться непротивления нации массовому уничтожению евреев и других «персон нон грата». Результаты исследований Аша широко использовались в СМИ для научного обоснования того, что абсолютно независимого суждения не существует. Его цитируют и по сей день, а тех, кто в свое время обнаружил в его интерпретации результатов исследований серьезные ошибки, теперь мало кто помнит.

В своем знаменитом эксперименте Аш поместил объект исследования в группу от семи до девяти человек, которые, при полном неведении испытуемого, были соучастниками Аша, специально подготовленными для данного опыта. Всех участников просили ответить на 12 последовательных вопросов о длине отрезков на карточках: прежде чем ответить самому, испытуемый должен был услышать ответы других участников. Правильные ответы были вполне очевидны, но соучастники эксперимента специально отвечали неправильно на семь из 12 вопросов. Оказавшись перед группой людей, которые единодушно давали неверные ответы, с третьего раза объект сдался и дал те же самые неправильные ответы. Более того, объекты эксперимента часто испытывали волнения и тревогу, предположительно из-за чувства страха выглядеть глупо в глазах других участников, в итоге они меняли свое суждение¹.

Аш связывал такой результат с социальным давлением. Возможно, есть некое обоснование данной интерпретации, но оказалось, что неправильные ответы объектов эксперимента не были, как правило, связаны с таким давлением. Через три года после того, как Аш опубликовал результаты своего эксперимента, психологи Мортон Дойч (*Morton Deutsch*) и Харольд Джерард (*Harold Gerard*) рассказали о своем варианте эксперимента Аша, когда объектам исследования сообщили, что их анонимно поместили в группу людей, которых они никогда не видели и не увидят и чьи ответы они смогут наблюдать только косвенно, через электронные сигналы. (На самом деле не существовало никакой группы.) Объекты могли давать ответы на вопросы простым нажатием кнопки, незаметно для других, без необходимости вставать перед всей группой. В остальных условиях эксперимента были схожи с экспериментом Аша. И объекты дали столько же неверных ответов, как и до этого².

Дойч и Джерард пришли к выводу, что неверные ответы в эксперименте Аша были даны потому, что люди считали, что все остальные участники не могут ошибаться. Они реагировали на *общее мнение, принятое большинством, а не просто боялись высказать противоположное мнение в присутствии других людей*. Такое поведение — результат рациональных размышлений: из опыта повседневного общения мы знаем, что если большая группа людей единодушна в своем мнении по какому-то очевидному вопросу, значит, все члены этой группы несомненно «правы». Беспокойство и тревога, характерные для участников эксперимента Аша, могли проявиться отчасти из-за понимания того, что их собственные ощущения были не совсем надежны.

Другая широко известная серия экспериментов, посвященных проявлению стадного поведения, — это эксперимент Милгрэма на определение силы власти. В нем испытуемому было дано задание использовать электрошок по отношению к другому человеку, сидящему рядом, который опять-таки был «подсадной уткой». На самом деле не было никаких электрических разрядов, но соучастник эксперимента делал вид, что испытывает боль и страдания при каждом ударе. Подставной испытуемый утверждал, что испытывает боль и просил прекратить эксперимент. Но когда экспериментатор настаивал на продолжении применения электрошока, убеждая, что это не приведет к серьезным повреждениям тканей, большинство испытуемых продолжали эксперимент³.

Его результаты были широко использованы для демонстрации преобладания силы власти над человеческим разумом. На самом деле полученный эффект можно было бы только частично интерпретировать в таком ракурсе. Есть и другое объяснение: после того как организаторы эксперимента сказали испытуемым, что все в порядке, они восприняли, что это, возможно, так и есть, даже если не кажется таковым. (Действительно, следует отметить, что организатор был прав: *ничего страшного не было* в том, чтобы продолжить использование «электрошока» — даже если большинство испытуемых не знали, по какой причине.) Таким образом, результаты эксперимента Милгрэма можно также интерпретировать как основанные на прошлом опыте, демонстрирующем доверие к власти⁴.

Исследования Милгрэма и Аша становятся более интересными, если посмотреть на них с точки зрения интерпретаций, связанных с получением информации. Эксперименты показывают, что люди готовы поверить мнению большинства или представителям власти, даже если мнение последних явно противоречит их собственному, которое подтверждается фактами. И их поведение на самом деле является рациональным и осмысленным. Большинство людей имеют опыт ошибок в прошлом, когда они противостояли мнению большинства или лицам, облеченным властью, и уже извлекли из него уроки. Таким образом, эксперименты Аша и Милгрэма дают нам иной взгляд на феномен излишней уверенности: при принятии решений люди опираются на мнение тех, кто облечен властью, чей авторитет позволяет им впоследствии оставаться абсолютно уверенными в своем решении, поскольку оно было основано на авторитетном суждении.

Глядя на поведение, описанное в исследованиях Аша и Милгрэма, не стоит удивляться, что многие люди полагаются на авторитетное мнение других по таким вопросам, как оценка фондового рынка. Большинство, безусловно, доверяют собственному мнению в данном вопросе даже в меньшей степени, чем испытуемые доверяли своим глазам, определяя длину отрезков на карточках, или тому факту, что человек, сидящий рядом, действительно испытывал боль и страдание.

Экономические теории группового поведения и информационные каскады

Даже абсолютно рациональные люди могут стать жертвами стадного поведения, когда они учитывают мнения других и даже если осознают, что на всех остальных влияет эффект толпы. Такое поведение, даже при условии рациональности мышления отдельных людей, порождает групповое поведение, которое в определенном смысле является иррациональным. Считается, что такое поведение обусловлено информационными каскадами⁵.

Представленная здесь простая история станет иллюстрацией того, как запускается информационный каскад. Предположим, что рядом открылись два ресторана. Каждый потенциальный клиент должен выбрать один из двух. Потенциальные клиенты могут сделать определенные заключения относительно качества каждого из них, заглянув в окно, но эти заключения не будут

абсолютно верными. Первый пришедший клиент должен будет выбрать из двух пустых ресторанов. А вот следующий может полагаться не только на собственную информацию, основанную на осмотре каждого ресторана, но также, глядя на первого клиента, сидящего за столиком одного из ресторанов, на информацию о выборе первого клиента. Если второй клиент выберет тот же ресторан, что и первый, третий клиент увидит, что в одном из этих ресторанов уже есть два клиента. Конечным результатом может стать то, что все клиенты предпочтут занять столики в одном и том же ресторане — и, вполне возможно, этот ресторан будет хуже, чем другой, так как за всеми этими наблюдениями нет никаких фактов, привязанных к каждому из ресторанов. Если бы каждый из них мог бы вспомнить свое первое впечатление и обсудить это в группе, они смогли бы решить, какой ресторан все же лучше. Но в этом сценарии у них не было возможности воспользоваться имеющейся у каждого из них информацией, поскольку они ничего не рассказывали, а просто следовали друг за другом.

История про ресторан, а также экономическая теория, лежащая в ее основе, не являются сами по себе теоретическим объяснением пузырей на фондовом рынке. Тем не менее они имеют прямое отношение к поведению на фондовых рынках и могут послужить основой для теории о том, как ввести рациональных инвесторов в заблуждение⁶. В соответствии с этой теорией расхожее мнение о том, что уровень рыночных цен определяется путем некоего голосования всех инвесторов по поводу истинной стоимости рынка, является неверным. Вряд ли кто-то на самом деле голосует. Наоборот, люди разумно отказываются от этого, так как считают пустой тратой сил и времени выносить какие-либо решения относительно ситуации на рынке, таким образом, их выбором становится отказ от какого-либо влияния на рынок лично. В конечном счете все эти теории информационных каскадов являются теориями об *отсутствии информации о действительной стоимости, которую можно было бы распространять и оценивать*.

Следует отметить, что это отсутствие возможности делиться информацией с другими может быть смоделировано в виде экономической теории с точки зрения чисто рационального поведения, не имеющего интеллектуальных ограничений, а только информационные. Чтобы лучше понять, почему ошибочно оцениваются финансовые рынки, необходимо представлять параметры человеческого поведения, ограничения возможностей обработки информации человеком, имеющие отношения к передаче информации и предпосылкам для надувания спекулятивных пузырей.

Обработка информации и «сарафанное радио»

Человеческий разум — это продукт эволюции, сформировавшийся практически до того, как появилась письменность, электронная почта, Интернет и другие созданные человеком средства связи. Общество смогло подчинить себе почти всех обитателей этой планеты благодаря своей врожденной способности обрабатывать информацию. Основной составляющей этой способности является эффективная передача важных фактов от одного человека к другому.

Эта исключительная способность передавать знания за последние несколько миллионов лет способствовала эволюционным изменениям человеческого мозга, которые оптимизировали коммуникационные каналы и создали эмоциональный стимул для эффективного общения. Именно этот эмоциональный стимул послужил причиной того, что одним из любимых занятий человека стало общение. Посмотрите вокруг. Куда бы вы ни взглянули, если двое или более человек не работают, не играют или не спят (а в некоторых случаях даже если они заняты этими делами), они разговаривают. Непрерывный обмен информацией является главной характеристикой человеческого рода. Информация, передаваемая наиболее быстрым путем — как в прошлые века, так и по сей день, — это та, что помогает человеку в повседневной жизни, а именно информация о таких вещах, как еда, опасность или другие члены общества.

По этой причине в современном обществе быстрее всего, вероятно, будет распространяться информация о возможности совершения покупки акций, пользующихся большим спросом, или о непосредственной угрозе личному имуществу, или истории людей, управляющих компаниями. Эти темы напоминают то, о чем наши предки говорили с незапамятных времен. Однако разговор становится менее оживленным, когда речь заходит об абстрактных предметах, таких как финансовая

математика, или статистика прибыльности активов, или оптимальный уровень сбережений для выхода на пенсию. Передача таких знаний, конечно, требует усилий, происходит нечасто и является несовершенной.

Личное общение или медиакommunikации

Традиционные средства информации — печатные СМИ, телевидение и радио — обладают огромными возможностями распространения идей, но их способность вызывать активное поведение все еще ограничена. Межличностное и интерактивное взаимодействие, в частности живое общение, все еще имеет самое сильное влияние на наше поведение.

В своем исследовании частных инвесторов, проведенном в 1986 г., Джон Паунд и я пытались понять, когда они впервые обратили внимание на те или иные акции. Мы разослали анкету по выборке частных инвесторов, составленной методом случайного отбора, и попросили их рассмотреть компанию, чьи акции они купили недавно. Мы спрашивали: «Что заставило вас обратить внимание на акции этой компании?» Только 6% ответили: «Газеты и журналы». В большинстве случаев в ответах речь шла об источниках, напрямую связанных с межличностной коммуникацией⁷. Даже если люди много читали, их внимание и действия, как оказалось, были мотивированы межличностным общением.

Сила влияния межличностного, живого общения на инвестиции была широко проиллюстрирована работой, проделанной организациями по контролю за работой рынка в рамках Комиссии по ценным бумагам и биржам. Их задачей было обнаружить незаконные операции с ценными бумагами, и в этой связи они строго следили за общением частных инвесторов. Судебные документы, например, раскрывают последовательность разговоров в мае 1995 г., когда секретаря IBM попросили сделать фотокопии документов, содержащих секретную информацию о поглощении компанией Lotus Development Corporation. Эту сделку планировалось огласить 5 июня того же года. На самом деле секретарь рассказала об этом только своему мужу, продавцу пейджеров. Второго июня он рассказал об этом еще одному человеку, своему коллеге, который спустя 18 минут купил акции, и еще одному человеку, специалисту по вычислительной технике, который и запустил череду телефонных звонков. К моменту, когда 5 июня была объявлена сделка, 25 человек, связанных с основной группой, потратили под влиянием услышанной новости полмиллиона долларов на инвестиции. Здесь были и повар из пиццерии, и инженер-электрик, и служащий банка, и оптовый продавец молочных продуктов, и бывший учитель, и гинеколог, и адвокат, и четыре биржевых маклера⁸. Очевидно, что устная передача информации происходит быстрее и затрагивает разные социальные группы. Распространение идей посредством живого общения является, как оказалось, важным фактором, влияющим на ежедневные, или даже ежечасные, колебания на фондовом рынке, даже если передача информации из уст в уста не происходит в национальном масштабе с той же скоростью, что и изменения на рынке.

В анкете для инвесторов, которую я разослал в течение той самой недели, когда случился обвал фондового рынка в 1987 г. (более подробно см. в главе 5), был вопрос по поводу живого общения. Подавляющее большинство (81,6%) респондентов из числа частных инвесторов ответили, что узнали об обвале рынка до 17.00 того же дня. Таким образом, получается, что они узнали о крахе из иных источников, а не из утренней газеты на следующий день или вечерних новостей того же дня. Если взять средний показатель, эти инвесторы узнали о крахе около 13.56 по летнему восточному времени (EDT). Для институциональных инвесторов средним временем, когда они узнали о крахе, стало 10.32 (EDT). Частные инвесторы ответили, что обсуждали в тот день ситуацию на рынке и с другими — в среднем с 7,4 человека. Институциональные инвесторы назвали среднее количество — 19,7 человека.

Среди известных сегодня средств коммуникаций людей предпочтение в итоге отдается личному общению — на протяжении миллионов лет такой вид коммуникаций было практически единственной формой межличностного общения. Модели общения, прочно укоренившиеся в нашей голове, зависят от голоса другого человека, выражения его лица, его эмоций и связанной с этим атмосферы доверия, лояльности и сотрудничества. Так как эти элементы отсутствуют в письменной или электронной форме общения, людям в некоторой степени сложно реагировать на эти источники информации. Они не могут придать этим источникам подобной эмоциональной окраски, а также не могут ни запомнить, ни

использовать информацию, полученную из этих источников. Именно это служит важной причиной, по которой профессия учителя все еще остается востребованной: почему мы не можем просто усадить детей за чтение книг или положиться на компьютерное обучение.

Поэтому и телевидение является таким мощным средством связи — оно имитирует живое общение. При просмотре телевизора в работу включаются те же раздражители — голоса, лица и эмоции, — которые участвуют в процессе живого общения. Рекламодатели на ТВ часто воспроизводят на экране ситуации живого разговора, когда говорят о своих продуктах. Но на сегодняшний день телевидение пока не стало интерактивным способом общения; предлагаемый им способ связи — односторонний, поэтому оно не столь эффективно, как общение людей друг с другом.

Изобретенный более 100 лет назад телефон по-прежнему наиболее важное из созданных человеком средств связи для межличностного общения, поскольку он очень напоминает живое общение, если не считать того, что люди не видят друг друга. Социологи и исследователи коммуникационных процессов доказали, что телефонные разговоры весьма близки по качеству передачи информации и функциям решения проблем к личным беседам, хотя они все еще отстают в вопросах урегулирования конфликтов и в функциях восприятия человека⁹.

Как оказалось, влияние телефона стало одним из факторов, стоящих за волатильностью фондового рынка в 1920-е гг. И хотя телефон был изобретен в 1876 г., процесс его активного распространения был затянут. Кларенс Дэй в своей книге «Жизнь с отцом» (Life with Father) писал, что у них не было телефона в 1890-х гг.: «Так как телефонов не было ни у кого, кроме брокеров, не с кем было и общаться по телефону. И хотя люди догадывались, что иметь телефон очень удобно, каждый решил дождаться, пока его приобретут остальные»¹⁰. Телефон не использовался широко до внедрения усовершенствований, таких, как, например, изобретение в 1915 г. лампового усилителя для телефонных звонков на длинные расстояния, что снизило их стоимость и стало убедительным доводом в пользу приобретения телефонного аппарата. К середине 1920-х гг. среднестатистический житель США делал более 200 звонков в год. В это десятилетие стали разрастаться небольшие конторы, активно продававшие акции населению с использованием телефона и применением сомнительных приемов, с помощью которых они легко обходили неэффективные «законы голубого неба», регулирующие выпуск и продажу ценных бумаг на уровне штатов. Распространение телефонов, несомненно, облегчало продажу акций населению, а расширение возможностей для мошенничества способствовало принятию закона «О ценных бумагах» в 1933 г. и закона «О фондовых биржах» в 1934 г., что привело к созданию Комиссии по ценным бумагам и биржам¹¹.

Сегодня мы стали свидетелями еще одного бума технологических инноваций, способствующих межличностному общению, — они включают в себя сотовые телефоны, электронную почту, чаты и интерактивные веб-сайты. Так же как и с телефоном, многие люди не сразу стали их использовать, но с течением времени становилось все более очевидно, что скоро они войдут в жизнь практически каждого человека. Эти новые и эффективные средства для интерактивного (если не личного) общения могут в итоге привести к активному распространению идей. Возможно, именно эти средства коммуникации способствовали подъему на рынке в 1990-е гг., который при другом раскладе не достиг бы таких масштабов. Несомненно, мы все еще учимся тому, как правильно использовать эти новые медиатехнологии в общественных интересах.

И хотя электронная почта и форумы предполагают существенные изменения в технологии общения, не ясно, является ли их изобретение более значимым, чем в свое время изобретение телефона. Поскольку телефон позволяет передавать эмоции так же, как и при непосредственном общении, он может оказаться более подходящим способом эффективного общения, чем электронная почта или чат в своей обычной конфигурации.

Непрекращающийся процесс развития средств коммуникации, основанных на использовании компьютера и отлично имитирующих личное общение, несомненно, приведет к более эффективной передаче информации в будущем. Например, согласно результатам маркетинговых исследований, проведенных компанией International Data Corporation, компьютер и видеоконференции, позволяющие в процессе разговора видеть лица людей, находящихся в разных местах, становятся сегодня экономически доступными для многих.

Модели эпидемии и «сарафанное радио»

Математическая теория распространения болезни используется эпидемиологами, чтобы прогнозировать течение заболевания и уровень смертности¹². Эти же модели могут применяться для лучшего понимания механизма передачи взглядов и природы обратной связи, способствующих развитию спекулятивных пузырей.

В простейшей модели эпидемии предполагается, что болезнь имеет определенный *уровень распространения инфекции* (скорость, с которой болезнь передается от зараженных к восприимчивым людям) и определенный *уровень устранения угрозы* (скорость, с которой инфицированные люди становятся незаразными в силу выздоровления или в результате смерти).

Если уровень устранения угрозы равен нулю, график роста количества инфицированных людей после контакта с зараженным человеком похож на математическую кривую, называемой *логистической кривой*¹³. Вместе с логистической кривой растет и процент заражения населения, и изначально это происходит со скоростью распространения инфекции. И хотя темпы роста вначале стабильные, абсолютное количество людей, зарегистрированных как состоявшие в контакте с инфицированными больными, растет быстрее и быстрее: так как все больше людей становятся заразными, возрастает и количество инфицированных людей, приходящих к врачу с жалобами на первые симптомы заболевания. Но темпы роста начинают замедляться после того, как сокращается количество возможных случаев инфицирования. И хотя истинный уровень распространения заболевания остается неизменным, скорость появления свежесинфицированных больных снижается, потому как зараженные люди ограничивают общение с теми, кто еще не заразился. В итоге все население инфицировано и логистическая кривая становится плоской на отметке в 100%, после чего мы уже, конечно, не наблюдаем новых случаев инфицирования.

Если уровень устранения выше нуля, но меньше уровня инфицирования, такая модель, наоборот, говорит о том, что течение эпидемии на графике будет колоколообразным: количество инфицированных сначала поднимется от нуля к вершине, а затем упадет к нулю. Максимальный уровень может быть достигнут еще до того, как 100% населения окажется инфицированным.

Если уровень устранения угрозы выше уровня инфицирования, то эпидемия никогда не вспыхнет. Эпидемиологи используют эти модели, чтобы понять схему вспышек эпидемии.

Применяя такие модели, они могут сделать вывод, что, например, если угроза немного выше уровня инфицирования, то почти все здоровое население подвергается риску эпидемии, поскольку любое незначительное повышение инфицирования или понижение уровня устранения угрозы может нарушить баланс в сторону новой эпидемии. Таким образом, эпидемиологи могут прийти к выводу, что изменение погодных условий, когда люди предпочитают находиться дома или на работе вместе с другими людьми (где вероятность заражения выше), может стать причиной превышения уровня инфицирования над уровнем устранения угрозы. Тогда эпидемия начнет разрастаться, но абсолютное количество инфицированных вначале будет расти медленно. Если же, например, погодные условия изменятся в ближайшее время таким образом, что уровень распространения инфекции начнет падать и количество инфицированных никогда не станет очень большим, то общественность и не заметит никакой эпидемии. Если же плохая погода сохраняется достаточно долго относительно разницы между уровнем инфицирования в плохую погоду и уровнем устранения угрозы, тогда эпидемия начнет распространяться широко и станет заметной. Эпидемиологи могут использовать эту модель для того, чтобы, если иметь в виду этот пример, определить, сколько времени должна стоять плохая погода, чтобы разразилась серьезная эпидемия.

Те же самые модели эпидемии применялись и в отношении других биологических феноменов, которые могли быть важны и для финансовых рынков. Экономист Алан Кирман (*Alan Kirman*) использовал их для имитации поведения муравьев в поисках еды, и он отметил, что эти модели, похоже, также можно применить и к изменениям фондового индекса¹⁴. Экспериментальным путем было обнаружено, что, когда муравьям показывали два места с едой рядом с их муравейником, они обычно использовали оба, но одно более интенсивно, чем другое. Со временем (при этом

экспериментаторы постоянно одинаково пополняли запасы еды и там, и там) основное внимание муравьев могло переключаться от одного места к другому. Почему они не использовали эти два места одинаково и что заставляло их переключать внимание? Кирман заметил, что муравьи привлекают других муравьев индивидуально для походов к месту с едой — общей директивы для всего муравейника в целом у них нет. Привлечение происходит за счет контакта и дальнейшего сопровождения (тандемное привлечение) или за счет прокладывания химического следа (привлечение феромонами). Оба этих процесса служат эквивалентом живому общению у муравьев. Кирман показал, что, даже если существует некая произвольность в привлечении одними муравьями других, наблюдаемое в эксперименте явление можно объяснить с помощью простой модели эпидемии.

И если распространение болезни и поведение муравьев представляют для нас теоретический интерес для изучения природы пузырей на фондовом рынке, более важен практически тот факт, что модели эпидемии применялись социологами, чтобы определить направление передачи идей посредством устной коммуникации¹⁵. В этом случае скорость инфицирования аналогична скорости передачи идей, а скорость устранения угрозы можно приравнять к скорости забывания информации или утративания к ней интереса. Динамика передачи информации повторяет динамику инфицирования. Но как оказалось, официальная математическая теория эпидемии, однако, является менее точной при моделировании социальных процессов, чем при моделировании течения болезни или поведения муравьев, и при этом породила большое количество важных работ по социологии. Неудачный результат объясняется тем фактом, что базовые параметры этой модели в социологии не так постоянны, как в биологической сфере.

Кроме того, одной из причин неудачи в применении моделей эпидемии к распространению идей может быть и то, что частота отклонений или частота ошибок при передаче намного выше при распространении идей, чем болезней или биологических процессов. Многие из нас помнят детскую игру в «испорченный телефон», когда первый участник придумывает простую историю и нашептывает ее на ухо сидящему рядом игроку, который, в свою очередь, пересказывает ее своему соседу, и так далее. Когда последний игрок пересказывает финальную историю всей группе, она оказывается настолько искаженной, что становится поводом для всеобщего веселья. Передача истории любой сложности от одного человека к другому — способ ненадежный.

Поэтому простое распространение идей устно даже по телефону вряд ли может быть достаточно широко, чтобы «заразить» всю нацию. Точность передачи начнет нарушаться задолго до того, как она примет общенациональный масштаб. Для сравнения, передача информации от компьютера к компьютеру является более точной. Компьютерные вирусы могут распространяться в национальных и международных масштабах, но они не способны изменять человеческое мышление, поскольку не выходят за рамки функционирования машины. Возможность пользователей электронной почты отправлять сообщения или предоставлять ссылки на сайты эффективно подстегивает живое общение без искажения информации. А новые технологии, сделавшие обычным делом получение «живого» сообщения с помощью телефонной связи или видеоконференций, будут опять существенно улучшать достоверность и стабильность межличностных коммуникаций.

Несмотря на то что погрешность информации и непостоянство межличностных коммуникаций, как это выглядит сегодня, не позволяет формальной математике давать более или менее достоверные прогнозы относительно распространения идей, модели эпидемии все же являются полезными, чтобы понять факторы, которые могут вызвать изменения курсов (цен) на рынке. Например, следует принимать во внимание то, что любое изменение в скорости инфицирования или скорости устранения угрозы изменит и скорость распространения новых идей.

Так, например, главные национальные новости, не имеющие отношения к спекулятивным рынкам, снижают быстроту распространения идей, относящихся к спекулятивным рынкам, поскольку отвлекают от них внимание. Такой феномен может объяснить, как мы уже говорили в главе 5, почему фондовый индекс не демонстрирует заметную волатильность в периоды национального кризиса, несмотря на то что общий кризис в стране всегда имеет потенциальное влияние на бизнес, и почему самые существенные изменения на фондовом рынке происходят в тот момент, когда мало других новостей. С другой стороны, национальные новости, касающиеся напрямую ситуации на фондовом

рынке или подталкивающие к ее обсуждению, могут увеличить быстроту инфицирования. Возможно, это частично объясняет очевидно преувеличенное влияние Интернета на фондовый рынок: внимание к самой Сети поддерживает разговоры об акциях технологических компаний, а это ускоряет распространение информации о теориях, имеющих отношение к этим акциям.

Распространение идей посредством «сарафанного радио» не должна «заражать» всю нацию, чтобы влиять на общенациональные курсы на фондовых рынках или цены на рынке жилья. Более того, «сарафанное радио» способствует усилению реакции общественности на новости или их освещение в СМИ. По-прежнему необходимо учитывать скорость распространения относительно скорости устранения для того, чтобы понять влияние общественности на новую идею или концепцию, так как осведомленность большинства людей все еще является социально опосредованной. Таким образом, вероятность влияния какого-либо события на курсы (цены) на рынке повышается, если существует хорошая, живая, стоящая того, чтобы ее рассказали, история об этом событии.

Важность такой истории в поддержании быстрого распространения идей можно наблюдать на примерах маркетинга нового продукта например продвижения кинофильмов. Маркетологи запускают рекламную кампанию, как только фильм впервые появляется на экранах — так привлекается внимание наиболее восприимчивой аудитории. Лишь небольшая часть населения реагирует на первоначальную рекламу. И все же успех кинофильма в большей мере зависит от реакции именно этих людей — от их мнения, которое они передают другим. Хорошо известно, что советы кинокритиков имеют меньшее влияние, чем эффект «сарафанного радио». Режиссеры со временем изучили важность включения в фильмы «домашних заготовок». Это сцены, которые включают в себя или сами по себе являются качественной историей, сцены из материала со съемок или вошедшие в трейлер, представляют собой аналог историй для «сарафанного радио», таких как анекдот или байка, или истории, относящиеся к чрезвычайно успешным компаниям на национальных биржах.

Влияние качества истории на «заразительность» идей может оказать реальное воздействие на рыночную стоимость. Почему некоторые картины так высоко ценятся? Когда я повел своего старшего сына в Лувр и мы рассматривали «Мону Лизу», он был в недоумении от того, что эта картина считается более ценной по сравнению с другими. Он сказал, что она, бесспорно, хороша, но совсем не выделяется среди других замечательных картин. Мы обнаружили, что такое мнение высказывали — на разных языках — и другие люди, рассматривавшие картину. Чтобы понять преувеличенную ценность Моны Лизы, мы должны принять во внимание влияние легенды, передаваемой из уст в уста, связанной с ее улыбкой, очевидно появившейся в результате приукрашивания истории, рассказанной впервые в биографии Леонардо де Винчи, написанной Джорджо Вазари сразу после смерти художника. История, которая сейчас рассказывается в разных вариантах, была о том, что живописцу никак не удавалось передать улыбку модели; он работал над ней четыре года, но каждый раз ему казалось, что нужного эффекта он не добился. В своей начальной работе над биографией Вазари писал, что Леонардо привлекал музыкантов, певцов и шутов, чтобы помочь модели придать нужное выражение лица. По словам Вазари, улыбка на холсте была «ближе к божественной, чем, человеческой, и явилась настоящим чудом»¹⁶. Описание картины Вазари, кажется, не имеет отношения к той «Моне Лизе», которую мы видим сегодня, и, возможно, здесь есть некая путаница; может быть, эта история относилась к совершенно другой картине. Но неважно: на сегодняшний день эта история связана с картиной в Лувре.

Эта история имеет в основе реальные события, но почему-то сложно провести параллель. Кажется, что она связана и со многими другими мнениями. На протяжении веков улыбка Моны Лизы служит темой для поэтов и писателей. Эта картина никогда бы не вызвала такой пристальный интерес, если бы не история о многочисленных попытках Леонардо «поймать» улыбку, история с мощным потенциалом для того, чтобы люди рассказывали ее друг другу, а также с безумной привлекательностью.

Эта история про улыбку имела продолжение после двух событий, произошедших в 1910 г. События эти обогатили историю про улыбку и обеспечили ей колоссальную известность. Первое — это выход провокационной книги Зигмунда Фрейда, в которой он попытался исследовать подсознание Леонардо и взял «Мону Лизу» за основу. Фрейд посчитал, что улыбка Джоконды стала для Леонардо

выражением его подавленных воспоминаний о его биологической матери, которой он лишился в четыре года и которая выражала неестественную привязанность к своему сыну.

Вторым событием стала кража картины «Мона Лиза» из Лувра в 1910 г., бесконечная сага о попытках правоохранительных органов вернуть ее обратно, затем история возвращения картины и судебный процесс. Конечно же, в газетах упоминалась улыбка: профессиональные репортеры, освещавшие кражу, не упускали возможности об этом упомянуть. История кражи обсуждалась несколько лет — вполне достаточно, чтобы прочно закрепить историю про улыбку в сознании людей. Об этом очень много писали. Даже статья, вышедшая в 1914 г. и рассказывающая об окончательном приговоре похитителю, заканчивается смешным заключением о том, что «он слушал приговор с улыбкой, похожей на загадочную улыбку Моны Лизы»¹⁷. Журналисту надо было обязательно затронуть тему улыбки в своей статье.

Согласно данным ProQuest, поисковой системы для англоязычных публикаций, количество ссылок на Мону Лизу в период с 1915 по 1925 г. (после того, как разрешилась история с ее кражей) было в 20 раз больше, чем в период с 1899 по 1909 г. — до того, как в 1910 г. произошли эти события. Эффект от освещения этих событий в 1910–1914 гг. в печати сохранился и на сегодняшний день, усилившись благодаря СМИ и обратной реакции на пересказы истории об улыбке. Постоянные упоминания в новостях и пародии на картину продолжают и поныне. События 1910 г. позабыты большинством людей (если они вообще о них слышали), но приукрашенная история про улыбку — нет; таким образом, события 1910 гг. служат веской причиной той удивительной ценности, которую «Мона Лиза» имеет сегодня.

Также и новости, которые, вероятнее всего, будут передаваться в неофициальных беседах, в свою очередь, будут больше способствовать распространению идей. Сухой аналитический взгляд экспертов на национальную экономику вряд ли разойдется по «сарафанному радио». И наоборот, новости о том, что на фондовом рынке или рынке жилья внезапно что-то произошло, имеют намного больше шансов быть растиражированными. Разумеется, иногда новости об изменениях на рынке сопровождаются мнением экспертов, но они редко бывают настолько интересными, чтобы стать основной темой для «сарафанного радио». Такое распространение как положительных, так и отрицательных новостей играет большую роль в надувании спекулятивных пузырей, а важность обсуждаемого события зависит от того, насколько вероятно, что его обсуждение приведет к образованию пузыря. Так, например, опасения по поводу широкомасштабных проблем с компьютерами в начале нового 2000 г. из-за так называемой «проблемы 2000» (Y2K) стали классическим примером передающейся из уст в уста истории — из-за того, что она ассоциировалась одновременно со всеобщей любовью к компьютерам и наступлением нового тысячелетия. Так, несмотря на то что опасения оказались совершенно беспочвенными, эта история оказала огромное влияние на рынки по сравнению с другими менее яркими событиями.

Противоречивые идеи в голове человека

Одной из причин, по которой распространение идей иногда происходит очень быстро и общественное мнение резко меняется, является то, что эти идеи уже существуют в нашей голове. В нашем рассудке уживаются даже противоречивые мысли, и любые изменения в доказательной базе или во внимании со стороны общественности могут неожиданно выдвинуть на передний план неоспоримое мнение, которое будет противоречить имеющемуся. Например, люди в большинстве своем полагают, что ситуацию на фондовом рынке нельзя спрогнозировать и что выбирать время для операций на рынке бесполезно. Но они также полагают (как мы видели в главе 4), что даже если фондовый рынок рухнет, то он обязательно вернется к прежнему состоянию. Подобные взгляды явно нелогичны.

Объяснить способность людей одновременно придерживаться столь противоречивых взглядов можно их *убежденностью* в том, что то или другое мнение было подтверждено экспертами. Довольно часто при констатации некоторых фактов люди ссылаются на неведомого «кого-то» и заявляют: «Они говорят, что...». Когда доверие к рассказанной истории основывается на вымышленном авторитетном мнении, и возникают противоречия.

Иногда истории расходятся даже тогда, когда за ними и вовсе не стоят какие-либо компетентные источники. Приходится слышать снова и снова, например, как «говорят», что большинство людей использует лишь 10% возможностей головного мозга — миф, уходящий корнями в XIX в., когда неврологическая наука была, очевидно, не в состоянии ни подтвердить, ни опровергнуть данный факт. «Говорят» также, что рождаемость в Нью-Йорке подскочила через девять месяцев после того, как в 1965 г. его жители остались на некоторое время без электричества и им нечем было заняться: на самом деле не было никакого скачка в рождаемости¹⁸. Также «говорят» о том, что было очень много суицидов в период кризиса 1919 г., однако на самом деле этого не было¹⁹. Истории, которые подходят для бесед или упоминания в СМИ, часто не имеют ничего общего с реальными событиями. Учитывая тенденцию приписывать мнения реальным или вымышленным экспертам, люди не придают значения тому, что у них появляются абсолютно противоречивые суждения. Возникает желание «получить бесплатно», а именно предположить, что эксперты продумали имеющиеся противоречивые взгляды, и в результате допустить то, что эксперты знают, почему на самом деле эти взгляды непротиворечивы. Правда, иногда теории, кажущиеся на первый взгляд противоречивыми, в действительности таковыми не являются. Исходя из этого, можно сделать следующий шаг и предположить, что эксперты, если их попросить, могут оправдать большинство из кажущихся противоречий.

Составить мнение о загадочной сфере инвестиций людям мешают плохо продуманные идеи, которые могут быть обоюдно противоречивыми или, по крайней мере, не иметь под собой толкового анализа. Сделать вывод о том, как эти идеи пригодятся в принятии инвестиционных решений, довольно трудно.

Поскольку в головах людей могут сосуществовать противоречивые мнения, у многих из них отсутствует преданность большинству своих взглядов. Следовательно, нет оснований слишком доверять устоявшемуся мнению инвесторов о том, что рынок обязательно вернется на свои прежние позиции после краха, поскольку в условиях подлинного краха на первый план выходят другие, противоречивые мнения, которые оправдают отсутствие у рынка эластичности. И инвесторы тогда уже будут реагировать совсем не так, как это виделось раньше.

Социальная вариативность внимания

Мозг человека устроен таким образом, что, по сути, он может одновременно сознательно фокусировать внимание лишь на одном объекте, но также может быстро переходить с одного объекта на другой. Получаемый нами сенсорный опыт при взаимодействии с окружающей средой очень сложен, но мозгу удается отфильтровать всю эту сложность, чтобы определить смысл текущего момента — интерпретацию того, что сейчас наиболее важно, — и последовательность мыслей, связанных с этой интерпретацией. Так, например, у человека, сидящего в аэропорту в ожидании посадки на рейс, внимание будет постоянно возвращаться к теме «ожидание посадки» и организовывать все мысли и наблюдения вокруг нее, так как если бы это был самый важный момент текущей реальности. Он не изучает узоры на ковре или пятна грязи на стекле, а также не размышляет по поводу шрифта букв на информационном табло, чем, в принципе, мог бы заниматься. Все эти детали, как правило, за пределами нашего сознания, даже когда мы получаем и обрабатываем сенсорную информацию, поступающую от них.

Способность сосредоточить внимание — одна из характерных особенностей интеллекта, и никто в действительности не понимает, как это удается мозгу. Неспособность сосредоточить внимание на нужных вещах также является одной из характеристик человеческих заблуждений относительно суждений. Механизм фокусирования внимания, развитый в человеческом мозге, несмотря на свою уникальность, еще далек от совершенства.

Если оглянуться и посмотреть на самые серьезные ошибки, совершенные в прошлом, то очень часто можно заметить, что они возникали из неспособности сосредоточиваться на деталях. Можно было бы сразу среагировать и изменить ход своих действий, если бы постоянно уделялось внимание ключевой информации. Итак, чтобы понять ошибки в прошлом, важно выяснить, чему не уделялось внимание. Один из механизмов, которым в результате эволюции обладает наш мозг, — это социальная

избирательность, помогающая нам сосредоточиться. Мы обращаем внимание на вещи, на которые обращают внимание окружающие нас люди. Такая социальная избирательность внимания позволяет одним людям, понимающим важность определенной информации, доносить ее до внимания других, что приводит к формированию некоего взгляда на мир и набора данных для всего общества. В итоге это позволяет обществу эффективно взаимодействовать внутри себя. В то же самое время общественная составляющая внимания не является совершенной, она может приводить к ошибкам, совершаемым всей группой одновременно, поскольку общий фокус не позволяет видеть детали, на которые в иной ситуации отдельные члены общества обратили бы внимание. Как и индивидуальное внимание, феномен общественного внимания является одним из великих творений поведенческой эволюции и имеет огромное значение для функционирования человеческого общества, но тоже несовершенно.

Механизм общественного внимания вызывает внезапный фокус внимания всего общества на событиях, которые чаще всего можно отнести к категории внештатных. Таким образом, возвращаясь к модели эпидемии, следует сказать, что скорость распространения идей может неожиданно и резко возрасти. Неожиданные значительные изменения на фондовом рынке — одни из тех событий, которые отодвигают на задний план все другие темы для разговоров.

Такая социальная ориентированность внимания, действующая при участии СМИ через «сарафанное радио» для транслирования идей, может фокусировать внимание на определенных темах и быстро навязывать их всему миру. С учетом того, что головы значительной части жителей планеты охвачены всем, что связано с финансовыми и прочими рынками, не стоит удивляться тому, что изменения на этих рынках в противоположных частях земного шара происходят синхронно, даже если основные показатели в разных странах не дают для этого никаких оснований.

Почему меняется фокус внимания

Люди часто не могут объяснить, что заставило их предпринять те или иные действия; им трудно вспомнить, что изначально привлекло их внимание. Это одна из основных причин изменений в спекулятивных ценах на активы, которая очень быстро приводит к смене фокуса внимания, что часто кажется необъяснимым. Изменение курсов (цен) само по себе может стать поводом для привлечения внимания, даже среди профессиональных инвесторов. В исследовании, посвященном выбору определенных акций институциональными инвесторами, мы вместе с Джоном Паундом создали список акций со значительными показателями роста курса в течение предыдущего года и высоким коэффициентом цена-прибыль. Затем мы получили список институциональных инвесторов, которые подавали сведения в Комиссию по ценным бумагам и биржам о том, что они покупали хотя бы одну из выбранных нами акций (экспериментальная группа), и сравнили это со списком институциональных инвесторов в случайной выборке акций (контрольная группа). Мы спросили респондентов из обоих списков, согласятся ли они со следующим утверждением относительно их акций (быстрорастущие акции в экспериментальной группе и случайная выборка акций в контрольной группе): «Мой изначальный интерес был результатом моего или чьего-либо систематического поиска акций с определенными характеристиками в общем массиве (с использованием компьютерной или схожей процедуры поиска)»²⁰. Так как это были профессионалы в области инвестиций, то неудивительно, что 67% из списка по случайной выборке контрольной группы ответили, что они согласны с этим утверждением. Но из экспериментальной группы, инвестирующей в быстрорастущие акции, согласились только 25% опрошенных. Так как факторы, которые первоначально привлекли внимание, часто запоминаются с трудом, то не стоит ожидать, что респонденты скажут нам, что их интерес подогревался ростом курса, однако наш экспериментальный план показывает, что рост курса, или ассоциирующиеся с этим фактом события, на самом деле сыграл свою роль в привлечении их внимания. Важный момент состоит в том, что большинство инвесторов, вкладывающих в быстрорастущие акции, сами сказали о том, что у них не было систематичности в принятии решений.

Когда вариативность внимания служит серьезным поводом для изменения поведения, мы не ждем, что люди расскажут нам о причинах этого изменения. Обычно людям трудно понять, что привлекло их внимание, и поэтому они не могут объяснить свое поведение. Эксперимент, проведенный психологом

Н.Р.Ф. Майером в 1931 г., является хорошей тому иллюстрацией. Майер поставил перед участниками эксперимента задачу связать две веревки: веревки свисали с потолка на достаточно большом расстоянии друг от друга, так что дотянуться до каждой из них одновременно было невозможно, только если каким-то образом приблизить одну к другой. Испытуемым дали несколько инструментов, чтобы использовать их в решении задачи, и попросили рассказать обо всех способах связать веревки между собой. Одним из способов решения задачи стал вариант с привязыванием груза на конец одной веревки, после чего эту веревку раскачивали как маятник, в одну руку брали конец одной веревки, а другой пытались поймать ту, которая раскачивалась. Когда экспериментатор сам раскачал одну из веревок, многие испытуемые быстро согласились с этой идеей. Качающаяся веревка просто изменила фокус их внимания, и большинство участников не заметили взаимосвязи между своими действиями и стимулом к ним²¹.

Также и на фондовом рынке поводом для бума может стать любая причина, наподобие раскачивающейся веревки, которая привлечет внимание к самому рынку. С учетом сложившейся на сегодняшний день ситуации такой «раскачивающейся веревкой» может стать реклама взаимного фонда или необходимость выбрать пенсионный план 401 (k). Но если мы спросим о том, насколько важны для них эти стимулирующие факторы, большинство людей ответить не смогут. Даже если они вспомнят, что побудило их совершить какие-либо действия, они никогда не расскажут, как это на них повлияло.

Ситуация сегодня

Эта глава завершает обсуждения моих аргументов в пользу того, что *иррациональный оптимизм* оказывает свое влияние на взлеты и падения на фондовом рынке и рынке недвижимости. В первой части мы начали с рассмотрения списка 12 факторов, которые привели к недавним бума на фондовом рынке и рынке жилья. Мы видели, что влияние этих факторов иногда усиливается за счет обратной связи или возникающих естественным путем финансовых пирамид, подогревающих при содействии СМИ эту эйфорию на рынке. Мы видели наглядное подтверждение высокой уверенности инвесторов и не менее большие надежды на рынок в период достижения им своего пика в 2000 г., после чего эта уверенность растворилась.

Во второй части мы рассматривали культурные факторы оптимизма, разные уровни общественного внимания к теориям новой эры, а также тенденции, связанные с реакцией на происходящее на рынке и его стимулирование. В третьей части мы немного отступили от темы и рассмотрели несколько психологических факторов, позволяющих изменениям на рынке, описанным в предыдущих главах, оказывать воздействие. В главе 8 рассказывалось о тривиальных и не всегда заметных психологических якорях, которые в конечном счете определяют уровень рынка, и о том, как излишняя уверенность инвесторов может усилить воздействие этих якорей. В данной главе мы попытались разгадать главную загадку нынешней ситуации на рынке: то, что мы видим обновленные максимумы, но не можем определить причину столь высоких показателей, которая была бы связана с рациональным общественным мнением.

В оставшейся части книги я рассмотрю теорию иррационального оптимизма в более широком контексте. В следующей части я представлю ряд аргументов против идеи существования иррационального. В заключительной главе я обращаюсь к главному вопросу, который стоит перед нами: какова должна быть политика, как государственная, так и на уровне частных и институциональных инвесторов.

Часть IV

Как объяснить оптимизм

Глава 10

Эффективные рынки, случайные блуждания и пузыри

Концепция эффективности финансовых рынков лежит в основе аргументации против идеи о том, что рынки беззащитны перед лицом излишнего оптимизма или спекулятивных пузырей. Широкие научные исследования, как правило, только поддерживали эту концепцию.

Согласно *теории эффективных рынков*, любая информация всегда отражается на ценах финансовых рынков. Другими словами, оценка финансовых активов всегда корректна, исходя из того что рынку о них известно. Курсовая стоимость временами может *казаться* слишком завышенной или заниженной, однако теория эффективных рынков утверждает, что это просто иллюзия.

Исходя из этой теории, курсы акций представляют собой «случайные блуждания» во времени: изменения курса непредсказуемы, так как происходят только после появления подлинно новой информации, которая, в силу самого факта своей новизны, является непредсказуемой. Концепция эффективных рынков и гипотеза случайных блужданий проверены множеством тестов с использованием данных по фондовым рынкам. Им посвящено немало научных работ, опубликованных в академических журналах по финансам и экономике. Несмотря на то что в них не раз статистически доказывалась несостоятельность теории, все же, согласно некоторым интерпретациям, ее можно с некоторой натяжкой назвать справедливой. Материалы, в которых доказывается истинность теории, довольно хорошо проработаны. Поэтому неважно, насколько мы согласны с этой теорией, но следует по меньшей мере отнестись к ней с должным вниманием.

Главные аргументы в пользу эффективности рынков и случайного блуждания цен

Идея эффективных рынков настолько естественна, что кажется: она существует сотни лет. Несмотря на то что термин «эффективные рынки» впервые появился и обрел широкую известность благодаря работам профессора Чикагского университета Юджина Фама и его коллег в конце 1960-х, сама теория появилась намного раньше¹. О ней говорил еще Джордж Гибсон в 1889 г. в своей книге «Фондовые рынки Лондона, Парижа и Нью-Йорка» (The Stock Markets of London, Paris and New York). Гибсон писал, что, после того как «акции получили на открытом рынке широкую известность, их стоимость можно рассматривать как оценку имеющихся о них сведений»². В этом столетии теория эффективных рынков долгое время не выходила за пределы университетских кафедр экономики и финансов. Теория обычно использовалась для оправдания завышенных оценок рынка, таких как пиковые значения фондового рынка в 1929 г. Профессор Принстонского университета Джозеф Лоуренс в том же году писал: «Миллионы людей единодушно считают, что акции на таком замечательном рынке, как фондовый, в настоящий момент не являются переоцененными... Где же те люди, наделенные достаточной мудростью, которая позволила бы им запретить подобные суждения?!»³.

Самый простой и очевидный аргумент в пользу теории эффективных рынков является результатом наблюдений за тем, как трудно много заработать, покупая внизу и продавая в верхней точке фондового рынка. Многие способные инвесторы пытаются делать именно так, но значительного успеха не добиваются. Кроме того, чтобы зарабатывать, приходится конкурировать с лучшими инвесторами — «опытными инвесторами, обладающими инсайдерской информацией», которые торгуют на финансовых рынках в поисках тех же самых возможностей. Если кто-то думает, что актив недооценен или переоценен, то в этом случае ему следует задуматься, почему он остается таковым несмотря на усилия опытных и информированных инвесторов совершить выгодную сделку.

Если бы такие инвесторы могли зарабатывать, покупая на минимуме и продавая на максимуме, то в результате подобного «умного капиталовложения» согласно теории эффективных рынков, цены на активы достигли бы своего истинного уровня. Они бы покупали обесцененные акции и таким образом стимулировали рост их курса. Они бы продавали переоцененные акции и таким образом стимулировали снижение курса. Кроме того, в случае существенного расхождения с реальной стоимостью ценных бумаг прибыль, заработанная на торговле такими бумагами, может сделать

информированных инвесторов очень богатыми и, таким образом, усилить их влияние на рынке и возможности по исправлению неправильных курсов.

К сожалению, данный аргумент в защиту гипотезы эффективных рынков ничего не говорит о том, что на фондовом рынке не может быть периодов, когда годами и даже десятилетиями курсы акций значительно отличаются от своей реальной стоимости. Информированные инвесторы не могли бы быстро зарабатывать, поскольку существовала бы большая неопределенность относительно того, когда именно закончится период недооценки или переоценки. Если бы действительно кто-то знал сегодня, что в течение следующих 10–20 лет на рынке будет затишье, но не знал, когда точно это произойдет, и не смог доказать это другим, то он бы много не заработал на своих знаниях. Поэтому нет особых причин думать, что действия информированных инвесторов обязательно устранят неправильную оценку акций.

Но подобное ограничение теории эффективных рынков часто не принимают во внимание. Если допустить в рамках той же теории, что невозможно предсказать день в день грядущие изменения, это будет означать, что никто не может предсказать время изменений.

Размышления об «информированных инвесторах»

Теория эффективных рынков, в сущности, говорит о том, что разные возможности не дают различного инвестиционного результата. Самые опытные и информированные инвесторы, согласно теории, не смогут достичь большего успеха, чем самые неразумные. Они не способны этого сделать, поскольку их лучшее понимание ситуации уже полностью включено в цену акций.

Если мы принимаем исходное условие эффективных рынков, то не только у информированных инвесторов нет никаких преимуществ, но также получается, что и неинформированные ничего не теряют. Если бы неинформированные инвесторы систематически теряли деньги на сделках, то это предполагало бы возможность заработать для информированных — просто делать все с точностью наоборот. Однако, согласно теории эффективных рынков, у информированных инвесторов такой возможности нет.

Таким образом, исходя из теории, получается, что какие-то целенаправленные действия и сведения не играют особой роли в инвестировании. С точки зрения ожидаемой доходности инвестиций можно с таким же успехом выбирать акции наугад (например, бросить дротик от дартса в список акций, прошедших листинг). По этой причине многие думают, что им не следует обращать внимание на то, является данная акция переоцененной или нет, и считают, что могут игнорировать нестандартную оценку сегодняшнего рынка.

Но почему самые опытные и информированные инвесторы должны устанавливать цены? На рынке много менее опытных или информированных инвесторов, которые покупают и продают акции. Разве они не должны влиять на курс?

Идея, о которой говорилось ранее, заключается в том, что информированные инвесторы благодаря своей успешной торговле уже практически захватили рынок и теперь устанавливают правильный курс акций; менее осведомленные инвесторы реже предпочитают держать акции, поэтому почти не влияют на рынок. Этот аргумент легко опровергнуть. Прежде всего, если в этом заключается причина, почему доминируют информированные инвесторы, то тогда *должны быть* примеры их успешных сделок; в противном случае они могли бы использовать свою осведомленность для захвата рынка. Но если успешные сделки имели место, значит, такие возможности должны были сохраниться и по сей день, так как информированные инвесторы иногда покидают бизнес и требуют замены. Нельзя утверждать, что информированные инвесторы захватили власть на рынке еще 100 лет назад и что с тех времен они доминируют, поскольку опытные и информированные трейдеры того времени уже все отошли в мир иной.

Еще одно доказательство справедливости теории эффективных рынков заключается в том, что профессиональные инвесторы, институциональные инвестиционные менеджеры или аналитики по ценным бумагам не демонстрируют в целом каких-либо способностей по опережению действий рынка, наоборот, они часто не успевают за рынком, поскольку все внимание сосредоточено на

транзакционных издержках и комиссии за управление. Это может показаться странным, так как считается, что профессионалы больше знают об инвестициях и у них более систематизированный подход, чем у частных инвесторов. Но, возможно, все выглядит так лишь на первый взгляд. Частные инвесторы консультируются у профессионалов и, кроме того, следят (хотя и с задержкой) за тем, что делают последние. Поэтому может и не быть большой разницы между результатами рынка в целом и профессиональных инвесторов, даже если их анализ очень ценен для других. Частные инвесторы, обладающие достаточными ресурсами, также, как правило, образованные и умные люди. Более того, согласно последним исследованиям, советы профессионалов действительно чего-то стоят, если на них достаточно быстро среагировать⁴.

В конечном счете причина того, что в ходе исследований не обнаружилось убедительных доказательств, что осведомленные инвесторы больше зарабатывают, заключается в неэффективной оценке информированности инвесторов. Институциональные инвесторы как группа не обязательно умнее частных инвесторов. У нас нет данных об IQ инвестиционных менеджеров, которые позволили бы сравнить результаты их работы с их уровнем интеллекта, но даже если бы они были, то непонятно, как оценивали бы соответствующие тесты необходимые способности.

В одном из своих исследований Джудит Шевалье и Гленн Эллисон подошли очень близко к искомому данным для оценки интеллекта инвестиционных менеджеров. Они использовали средние показатели теста способности к обучению (SAT), применявшегося в колледжах, где учились менеджеры. Ученые действительно обнаружили определенные доказательства того, что менеджеры с более высоким баллом по тесту показывали и более значительные результаты сейчас, даже с учетом иных факторов⁵.

Другой подход к определению того, могут ли более умные инвесторы зарабатывать на акциях, основан на данных о постоянном успешном инвестировании в прошлом. Имея на руках информацию о сделках частных инвесторов и зная, что некоторые из них торгуют лучше других, мы должны были бы найти тех, кто постоянно терпит убытки. В сущности, мы можем измерить инвестиционные способности трейдера, проанализировав его прошлые успехи, а затем сравнив их с успехами сегодня.

Выяснилось, что успех взаимных фондов трудно назвать постоянным⁶. Но взаимный фонд — организация, а не частное лицо. До последнего времени было трудно найти единую базу данных со сделками частных инвесторов.

Однако в одном из недавних исследований были использованы данные по всем дневным трейдерам, торгующим на Тайваньской фондовой бирже, информация по которым накапливалась в течение пяти лет. Исследователи обнаружили, что трейдеры могут успешно торговать постоянно⁷. Выяснилось также, что большинство дневных трейдеров не покрывают даже свои торговые издержки, и только лишь часть из них постоянно зарабатывает. Со временем неудачники чаще всего оставляют это занятие, а успешные трейдеры, наоборот, начинают торговать активнее.

Эти исследования не дают ответа на вопрос, как взаимосвязаны уровень интеллекта и успешность инвестиций. И все же, глядя на имеющиеся доказательства, у меня нет причин сомневаться в том, что в долгосрочной перспективе более интеллектуально развитые и трудолюбивые люди достигают лучших результатов в инвестировании.

Примеры «явной» недооценки и переоценки

Несмотря на авторитетность теории эффективных рынков в обществе, часто можно столкнуться с примерами, которые ей явно противоречат. Довольно часто цены на финансовые активы кажутся несправедливыми. Об этом постоянно говорят в СМИ. Из последних примеров — акции интернет-компаний: судя по их курсу, у общественности сложилось явно завышенное представление об их потенциале.

Рассмотрим, к примеру, компанию eToys, основанную в 1997 г. и занимающуюся продажей игрушек через Интернет. Вскоре после проведения IPO в 1999 г. рыночная стоимость eToys уже составляла \$8 млрд, что было на \$6 млрд больше, чем стоимость давно существующего на рынке традиционного продавца игрушек — компании Toys “R” Us. За 1998 финансовый год продажи eToys

составили всего \$30 млн, тогда как Toys “R” Us продали на \$11,2 млрд, т.е. почти в 400 раз больше. Компания eToys по результатам года показала убыток в \$28,6 млн, а Toys “R” Us — прибыль в \$376 млн⁸. Toys “R” Us, как и другие компании, торгующие игрушками, уже имела собственный веб-сайт. И хотя у компании были некоторые сложности в самом начале его запуска, тем не менее у Toys “R” Us было бесспорное преимущество перед eToys — недовольные покупатели игрушек с сайта могли обратиться в любой из ее многочисленных магазинов за консультацией или вернуть покупку. Кроме того, клиенты сети магазинов, решая купить игрушки через Интернет, естественно, первым делом идут на сайт Toys “R” Us. Но несмотря на эти озвученные сомнения, инвесторы продолжали отдавать предпочтение eToys. Потребовалось не так много времени, чтобы подобные сомнения оправдались. В марте 2001 г. компания eToys.com объявила о своем банкротстве и покинула листинг NASDAQ. В мае того же года была поставлена последняя точка — веб-адрес eToys.com был продан KB Toys, которая в январе 2004 г. также обанкротилась.

Оценка рынком акций таких компаний, как eToys, на пике в 1999–2000 гг. многим экспертам казалась абсурдной, но их влияния не хватило для того, чтобы скорректировать их курсы. Что они могли сделать? Те, кто сомневается в справедливости курса акций, могли бы попытаться сыграть на понижение. И некоторые так и поступали, но их готовность к этому была ограничена, в частности, потому, что всегда существует возможность, что курс акций под влиянием инвесторов-энтузиастов продолжит расти. Далее мы столкнемся и с другими причинами. И такая абсурдная ситуация с курсом акций может продолжаться достаточно долго.

Кажется очевидным, что те, кто инвестировал в эти акции, не совсем представляют себе их потенциал в долгосрочной перспективе, а также тот факт, что на рынке нет реальной силы, которая бы остановила слишком активную игру на повышение. Не является ли это доказательством неэффективности рынка, по крайней мере в отношении отдельных акций? И если отдельные акции переоценены, не следует ли из этого, что и рынок в целом может быть переоценен, если учесть, что отдельные акции — это часть рынка?

Ограничение коротких продаж и устойчивость неверной оценки

Есть основания полагать, что оценка акций может быть некорректной, даже если огромная армия опытных и информированных инвесторов рыщет в поисках таких активов. Дело в том, что на пути коротких продаж часто возникают препятствия и поэтому трудно заимствовать или продавать акции, т.е., по сути, иметь на руках отрицательное количество акций. Эдвард Миллер, эксцентричный профессор Новоорлеанского университета, автор провокационных работ по широкому спектру академических дисциплин, первым указал на это еще в 1977 г. в статье в *Journal of Finance*, чем озадачил теоретиков эффективных рынков.

Аргументация Миллера была предельно проста. Предположим, что акции определенной компании, или какой-то сорт тюльпанов — неважно, начинают пользоваться огромным спросом среди небольшой группы фанатиков, которые, соревнуясь друг с другом, стараются как можно больше купить. В теории эффективных рынков не сказано, что не бывает фанатично настроенных инвесторов, поскольку подобное явление было бы абсурдным. Там говорится только, что каким-то образом опытные и информированные инвесторы в конечном счете определяют цены на рынке. Но если эти фанатики на самом деле помешались и ведут настолько агрессивную политику, скупая активы, то в итоге они станут их единственными обладателями на рынке. И кто может поручиться, что эти активы не будут сильно переоценены? Информированные инвесторы, которые не страдают сумасшествием, предпочли бы сыграть на понижение переоцененных активов, чтобы заработать на возможном падении цен (курса), но если они не могут их позаимствовать, то единственный возможный способ реализовать свою стратегию — это *купить* активы. В результате они вынуждены оставаться вне игры. Рынок, где есть ограничения на короткие продажи, может быть сильно переоценен, и информированные инвесторы об этом знают, но они не могут использовать свои знания⁹.

Ограничения на короткие продажи действительно существуют. Правительства ряда стран вовсе запретили короткие продажи. Но даже там, где они разрешены, институты, поддерживающие эту

практику, работают неэффективно. Отчасти причина в том, что в этих странах люди не испытывают особых симпатий к тем, кто занимается короткими продажами. Их обвиняют во всех смертных грехах. Нью-Йоркская фондовая биржа организовала специальную площадку, где «кредитная толпа» могла бы занимать или ссужать акции, но спустя несколько лет, после краха фондового рынка в 1929 г., в котором обвинялись те, кто занимался короткими продажами, ее закрыли¹⁰.

Трудности с проведением коротких продаж сыграли значительную роль в деформации курса ценных бумаг. Хорошим примером является некорректный курс продаваемых компанией 3Com акций Palm на пике рынка в марте 2000 г. Во время первичного размещения акций компания 3Com решила продать на рынке 5% своей дочерней структуры — Palm, производителя КПК, заявив также, что оставшийся пакет ее акций будет продан позже. И эти первые 5% компании Palm ушли на рынке по такой высокой цене, что если предположить, что остальные 95% были бы проданы по той же цене, то рыночная стоимость дочки превысила бы стоимость ее владельца — 3Com. Это очевидная переоценка компании. Но процентные расходы по займам акций Palm выросли к июлю 2000 г. до беспрецедентного уровня — 35% годовых, достаточно высокого, чтобы отвратить информированных инвесторов от идеи заработать на своем знании о некорректной оценке акций, играя на понижение Palm и скупая акции 3Com¹¹.

Пример Palm — крайность, но это хорошая иллюстрация влияния ограничений на короткие продажи. На пути организации коротких продаж существует множество препятствий, не только явные процентные расходы, но и бюрократического, психологического и социального характера.

Статистические доказательства некорректной оценки активов

Трудно сделать какие-то серьезные выводы об эффективности рынка, исходя из пары-тройки случаев о предполагаемой некорректной оценке активов. Но на самом деле нет недостатка в доказательствах, подтверждающих, что у «переоцененных» в соответствии со стандартными методами оценки компаний дела впоследствии шли неважно. Об этом писали академические журналы по финансам, но без использования красочных примеров, а на основе систематической оценки информации о большом количестве компаний.

Как доказал в своих работах Стивен Фиглевски в 1981 г., акции, в отношении которых трудно использовать короткие продажи, менее привлекательны с инвестиционной точки зрения¹². Другими словами, переоцененные акции в сравнении с недооцененными чувствуют себя хуже. В 1977 г. Санджой Басу обнаружил, что компании с высоким коэффициентом цена-прибыль чаще всего показывают результаты ниже рынка. А в 1992 г. Юджин Фама и Кеннет Френч открыли ту же самую закономерность и в отношении акций с высокой остаточной стоимостью¹³. Вернер Де Бондт и Ричард Талер в 1985 г. заявили, что компании, чей курс акций за последние пять лет значительно вырос, в последующие пять лет будет падать, и наоборот, чьи акции падали в цене, в последующие пять лет ждет рост¹⁴. (В главе 7 мы сталкивались с такой же тенденцией на национальных фондовых рынках.) Джей Риттер в 1991 г. обнаружил, что первичные размещения акций происходят на пиках временных отраслевых предпочтений инвесторов, а затем в последующие три года акции демонстрируют постепенное, но ощутимое снижение курса относительно рынка в целом¹⁵. Таким образом, происходит своего рода регрессия до уровня среднего курса акций сегодня (или среднего уровня прошлых месяцев): то, что сильно растет, потом откатывается назад, и наоборот.

Эти открытия, как и подобные открытия других исследователей, привели к возникновению нового подхода к рынку, который получил название «стоимостное инвестирование». Согласно ему в портфель включаются недооцененные акции, которые по теории инвесторы просто просмотрели, но в конце концов вернутся к ним. С другой стороны, данная стратегия требует продавать переоцененные акции, играя на понижение.

Можно было бы решить, что влияние на рынок такого большого количества стоимостных инвесторов должно снизить и со временем даже уничтожить взаимосвязь между стоимостью акций и последующей доходностью. Стоимостные инвесторы скупают недооцененные активы и играют на повышение, а также делают все, чтобы снизить спрос на переоцененные активы.

Могут возникать ситуации, когда стратегии стоимостного инвестирования, возможно, не будут работать — например, при большом скоплении инвесторов, желающих их реализовать, но из этого не следует, что такое положение будет вечным. Безусловно, игнорирование инвестиций в активы, которые настолько переоценены, что среди их владельцев могут быть только настоящие фанатики, является разумной стратегией. Существует много способов определения стоимости, и рынок в целом не собирается легко отказываться от всех этих выгодных возможностей.

Кроме того, даже если исчезнет влияние стоимости определенных акций на доходность, из этого не следует, что *со временем исчезнет и влияние стоимости на доходность на всем рынке*. Стратегия стоимостных инвесторов заключается в том, чтобы «выйти» из отдельных переоцененных акций, но не уходить с рынка совсем, когда он переоценен.

Как изменяются прибыльность и курс акций

Другой аргумент в пользу того, что рынки в глобальном смысле эффективны, заключается в том, что курс акций со временем примерно следует за уровнем прибыли, т.е. несмотря на значительные колебания прибыли, коэффициент цена-прибыль остается в пределах сравнительно узкого диапазона.

Имя инвестиционного аналитика Питера Линча во время активного роста рынка в 1990-е гг. часто мелькало в СМИ, а в 1999 г. *Fidelity Investments* использовала в своей рекламе его фотографию на целую страницу и его слова в заголовке, написанные красными буквами: «Несмотря на 9 рецессий с конца Второй мировой войны, фондовый рынок вырос в 63 раза, поскольку прибыль выросла в 54 раза. Прибыль толкает рынок вверх». Реклама, впервые появившаяся буквально перед тем, как рынок достиг своего пика, была призвана продавать паи взаимных фондов, формируемых *Fidelity*, убеждая читателей, что причиной роста курсов акций является рост прибыли. Но на самом деле эти цифры вводят в заблуждение. Когда для сравнения выбирается столь продолжительный период времени без коррекции на инфляцию, к тому же прибыли компаний сразу после Второй мировой войны были минимальны, не удивительно, что Линч нашел такую взаимосвязь. Но если взять другие примеры, то связь между изменениями курса и ростом прибыли, возможно, будет намного менее убедительной¹⁶. Утверждение Линча отражало распространенное мнение, что на курс акций в общем и целом влияют изменения прибыли и что это доказывает: колебания рыночного курса акций не являются следствием влияния иррационального поведения определенной части инвесторов.

Как мы уже отмечали, в истории США было всего три периода бычьего рынка, постоянного и значительного роста курса акций: в 1920-х гг., закончившийся в 1929 г.; в 1950-х и 1960-х гг., после чего в 1973–1974 гг. рынок рухнул; и с 1982 по 2000 г. (Можно еще добавить период роста рынка, когда он достиг пика в 1901 г., но он не был столь значительным.)

Первый период активных бычьих настроений на рынке, с 1920 по 1929 г., был временем быстрого роста прибыли компаний. Общая прибыль компаний, входящих в индекс S&P Composite, скорректированная на инфляцию, за этот период утроилась, а курс акций в реальном выражении вырос почти в семь раз. Изменения на рынке можно рассматривать как реакцию на рост прибыли, хотя и избыточную.

Но во второй период «большого» бычьего рынка взаимосвязь между ростом курса акций и прибылью не столь очевидна. Основной рост акций пришелся на 1950-е гг. — с января 1950 г. по декабрь 1959 индекс S&P Composite Index, скорректированный на инфляцию, практически утроился. Но за этот же период общая прибыль компаний, входящих в S&P Composite, скорректированная на инфляцию, выросла всего на 16%, что было ниже даже среднестатистического уровня. С точки зрения общих показателей роста экономика 1950-х также немного отставала от среднего уровня, хотя не так сильно, как это было в 1940-х или 1960-х: средний уровень роста ВВП, скорректированный на инфляцию, с 1950-х гг. по 1960-е составлял 3,3% в год.

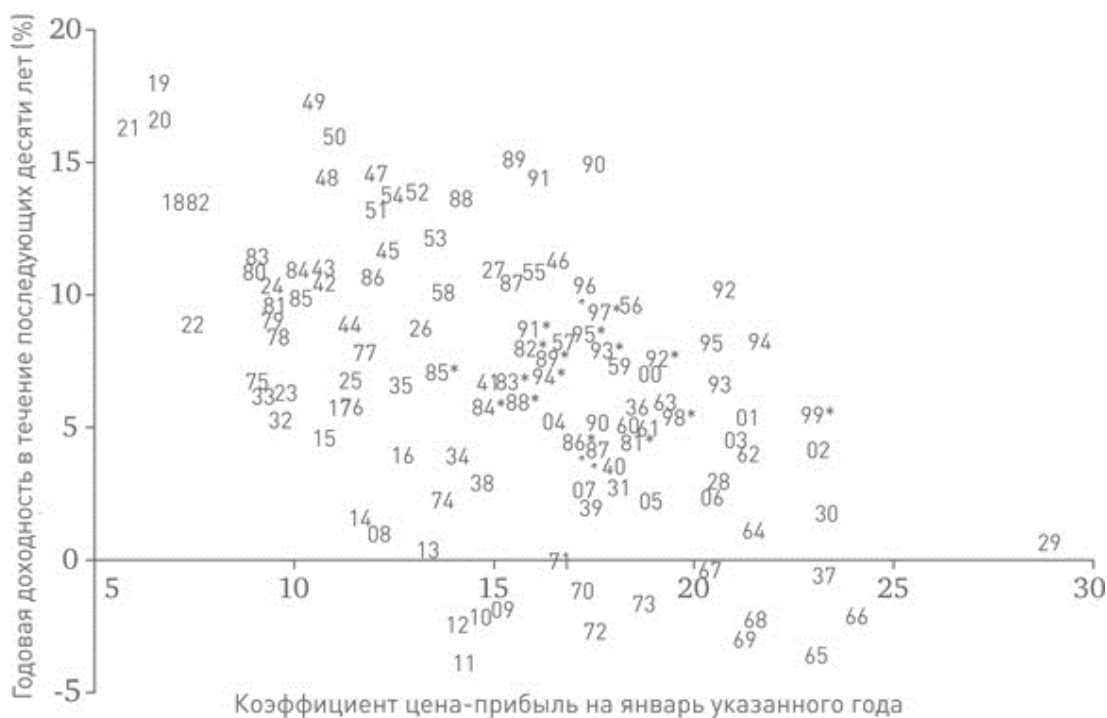
Во время третьего периода царствования быков на рынке реальный фондовый индекс рос более или менее постоянно с 1982 по 2000 г., чего нельзя было сказать о прибыли корпораций. Общая прибыль компаний, входящих в S&P Composite, скорректированная на инфляцию, фактически на дне рецессии 1991 г. была ниже, чем на дне рецессии 1982 г., тогда как реальный индекс S&P Composite

был почти в два с половиной раза выше. Поэтому в данном случае нельзя рассматривать рост фондового индекса как просто реакцию на рост прибыли корпораций.

Эти примеры показывают, что рост прибыли и рост фондового индекса не так уж хорошо взаимосвязаны. Не стоит критиковать теории возникновения пузырей, которые утверждают обратное.

Историческая связь между коэффициентом цена-прибыль и последующей долгосрочной доходностью

Динамика изменения фондового индекса во многом зависит от уровня прибыли, и он колеблется в зависимости от долгосрочности тренда роста прибыли, который со временем разворачивается в обратную сторону. На рис. 10.1 представлена точечная диаграмма, где горизонтальная ось — коэффициент цена-прибыль на январь каждого года (с 1881 по 1995 г.), а вертикальная ось — годовая доходность фондового рынка (скорректированная на инфляцию) в течение последующих десяти лет. Эта точечная диаграмма дает нам возможность увидеть, насколько коэффициент цена-прибыль определяет прогноз уровня доходности на десятилетие вперед. Здесь представлены данные только на январь, поскольку если бы мы разместили на графике данные по всем 12 месяцам за каждый год, то из-за большого количества точек его невозможно было бы прочесть. Вследствие такого упрощения мы, безусловно, теряем большинство максимумов и минимумов на рынке. Например, у нас нет пика рынка 1929 г., как и отрицательной доходности, последующей за ним. Показатели коэффициента цена-прибыль, указанные на рис. 10.1 и 1.3 идентичны. Год обозначен двумя последними цифрами, а годы XIX в. еще и звездочкой (*)¹⁷.



доходность, поскольку каждый коэффициент, отмеченный на горизонтальной оси, был известен на начало последующего десятилетнего периода. Эту точечную диаграмму я разработал вместе с Джоном Кэмпбеллом, экономистом, членом нескольких научных сообществ. Подобные графики, построенные для разных стран, были нашим главным доводом, когда мы выступали на совете управляющих Федеральной резервной системы 3 декабря 1996 г., незадолго до выступления Алана Гринспена об иррациональном оптимизме. Рис. 10.1 отличается от графика, который мы продемонстрировали на том совещании, только тем, что теперь у нас были данные еще за девять лет — с 1987 по 1995 г., а значит, девять новых точек были добавлены к 106 на том графике.

Скопление точек на диаграмме образует определенный наклон от верхнего левого угла к нижнему правому. На ней видно, что в отдельные периоды, ближе к левому углу (в январе 1920, 1949 или 1982 г.) долгосрочная доходность в последующие годы была очень высока. В годы, расположенные ближе к нижнему правому углу диаграммы (в январе 1929, 1937 или 1966 г.), наоборот, доходность в последующий период была очень низкой. Но есть и исключения. Например: январь 1899 г., когда, несмотря на высокий коэффициент цена-прибыль — 22,9, в последующий десятилетний период годовая доходность оставалась достаточно высокой — на уровне 5,5%; или январь 1922 г., когда после низкого коэффициента цена-прибыль в 7,4 в последующие десять лет годовая доходность была лишь на уровне 8,7%. Но эта точечная диаграмма показывает, что, как правило, в среднем за периодом с низким коэффициентом цена-прибыль следуют годы с высоким уровнем доходности, а период с высоким коэффициентом сменяется временем с низкой и даже отрицательной доходностью.

Взаимосвязь между коэффициентом цена-прибыль и последующей доходностью кажется достаточно сильной, хотя под вопросом остается ее статистическая значимость, так как за 115 лет, по которым есть данные, существует менее 12 непересекающихся интервалов. Вокруг статистической значимости подобных связей уже развернулись широкие споры в научных кругах, и до сих пор остается без ответов ряд важных вопросов, касающихся статистической методологии¹⁸. Однако мы уверены в том, что такая связь должна быть признана статистически значимой. Рис. 10.1 является подтверждением того, что долгосрочные инвесторы (те, кто мог бы вложить свои деньги в активы на десять полных лет) неплохо зарабатывали, когда на начало десятилетнего периода курс акций компаний был низким относительно получаемой прибыли, и, наоборот, много теряли, когда курс акций был высоким. Долгосрочным инвесторам рекомендуется минимизировать свои риски, когда фондовый рынок находится на максимуме, как это было недавно, и входить в рынок на минимуме¹⁹.

Коэффициент цена-прибыль на пике фондового рынка в 2000 г. превысил отметку 45, что выходило за рамки нормального уровня всего исторического диапазона. Если бы нам пришлось отметить такой коэффициент по горизонтальной оси, то он был бы за пределами графика. К моменту выхода первого издания этой книги в 2000 г. я на всякий случай никогда не использовал этот график для прогнозирования фондового рынка. Прогноз мог бы получиться слишком негативным, чтобы в него кто-то поверил. Если бы кто-то решил провести прямую линию или кривую на точечной диаграмме с учетом того, что с 2000 г. коэффициент цена-прибыль находился за пределами исторического диапазона, то форма кривой была бы очень наглядной. Из диаграммы следовало бы, что, если отталкиваться от 2000 г., прогнозируемый уровень доходности был бы негативным примерно до 2010 г. Отталкиваясь же от 2005 г. с коэффициентом цена-прибыль на уровне 1920-х гг., мы получим фактически нулевую реальную доходность, если будем держать акции в течение десяти лет до 2015 г., хотя опять же этому прогнозу вряд ли вообще кто-то поверил бы.

Отчасти реальность, если не сказать достоверность, взаимосвязи, показанной на рис. 10.1, заключается в том, что исторически при высоком курсе акций относительно уровня прибыли корпораций, как здесь показано (используя скользящее среднее значение прибыли за десять лет), доходность с точки зрения получения дивидендов низка, а при низком курсе — высока²⁰. Рекордные коэффициенты цена-прибыль 2000 г. совпали с рекордно низкой дивидендной доходностью. В январе 2000 г. дивидендная доходность компаний из списка S&P была на уровне 1,2%, что намного ниже исторического среднего уровня в 4,7%. К 2004 г. рынок упал, и уровень дивидендной доходности несколько вырос — до 1,7%, но все равно оставался низким. Можно предположить, что, если получать столь небольшие дивиденды по имеющимся в собственности акциям, следует ожидать и более низкую

общую инвестиционную доходность. В конце концов дивиденды являются частью общей доходности акций (другая часть — прирост капитала), и исторически дивиденды представляют собой основную часть при расчете средней доходности акций. Надежная дивидендная составляющая и не менее предсказуемый прирост капитала — главная причина, почему акции исторически были в среднем хорошим инструментом для инвестиций.

Таким образом, доходность акций должна быть низкой, когда компания выплачивает небольшие дивиденды, если только низкие дивиденды сами по себе не являются своего рода признаками быстрого роста курса акций на рынке, поэтому в такие моменты можно ожидать более активного роста курса, чтобы компенсировать влияние низких дивидендов на общую доходность. В сущности, как показывает история, периоды, когда дивидендная доходность была низка относительно курса акций, не обязательно сменялись периодами роста курса в пять — десять лет. Наоборот: за периодом низкой дивидендной доходности относительно курса акций на фондовом рынке в целом следовал долгий период снижения курса (или сбавление темпов роста), и, таким образом, это был *двойной* удар по доходности — от низкой дивидендной доходности и от снижения курса. Вывод: если дивиденды малы относительно той цены, которую вы платите за акции, значит, это плохое время для покупки этих акций. Это подтверждает сама история.

Изменения цены акции и дивидендной доходности

Некоторые экономисты утверждают, что существует явная взаимосвязь между динамикой реального курса акций и, если не реальной прибылью, то, по крайней мере, изменением реальной дивидендной доходности²¹. Изменение выплачиваемых дивидендов может рассматриваться как индикатор действительной стоимости, вот почему эти экономисты считают очевидным, что курс акций меняется под влиянием реальных фундаментальных показателей, а не отношения инвесторов.

Думаю, что они переоценивают синхронность изменений дивидендной доходности и цены акций. Колебания курса акций на самом деле не так сильно зависят от колебаний дивидендной доходности. Вспомните, как между пиком фондового рынка в сентябре 1929 г. и его дном в июне 1932 г., когда рынок рухнул на 81% (реальный индекс S&P), реальные дивиденды снизились лишь на 11%. С января 1973 г. (пик фондового рынка) по декабрь 1974 г. (дно рынка) реальный индекс S&P упал на 54%, в то время как реальные дивиденды только на 6%. Есть множество и других примеров.

Кроме того, вполне вероятно, что отчасти причиной наблюдаемой взаимосвязи между реальным курсом и реальной дивидендной доходностью является ответная реакция последней на те же факторы (включая, возможно, и спекулятивные пузыри), которые иррационально влияют на курс акций. Размер дивидендов устанавливается руководством компании, поэтому отношение дивиденда к чистой прибыли, т.е. коэффициент дивидендных выплат, может варьироваться. Топ-менеджеры — часть той же культуры, что и инвестиционное сообщество, поэтому, возможно, у них часто случаются те же приступы оптимизма и пессимизма; подобные чувства могут повлиять на принятие решения о размере выплачиваемых дивидендов. Таким образом, если курс акций и размер дивидендов имеют существенную схожесть, вполне логично, что на то и другое влияют модные течения и мимолетные прихоти.

Подводя итог вышесказанному, можно сказать, что у курса акций есть и своя жизнь: он не просто реагирует на изменение прибыли и размера дивидендов. И на него влияет не только информация о будущей прибыли или дивидендах. Чтобы объяснить движение цен на акции, мы должны изучить и другие факторы.

Избыточная волатильность и общая картина

Действительно, в научных журналах о финансах приводится немало доказательств эффективности рынка, но все же порой трудно сказать: это доказательства эффективности или, наоборот, неэффективности. За долгие годы в теории эффективных рынков было найдено множество примеров нелогичности. Среди них эффект января (тенденция роста курса акций с декабря по январь), эффект

небольшой компании (акции небольших компаний имеют более высокую доходность), эффект «дня недели» (понедельник — неудачный день для фондового рынка) и многие другие²². Как можно после этого называть эти работы доказательством эффективности рынка?

Вот один из аргументов, который идет вразрез с утверждениями в трудах, поддерживающих идею эффективности рынков: многие из указанных эффектов незначительны, они не имеют отношения ни к бычьему, ни к медвежьему рынку. Однако ряд эффектов после того, как их обнаружили, исчезли: например, эффект января и эффект небольших компаний. Все это осложняет обобщение написанного на эту тему. С одной стороны, сам факт наличия этих отклонений, существовавших в течение долгого времени, говорит о неэффективности рынков. С другой стороны, тот факт, что многие из них исчезли, свидетельствует о том, что теория в целом верна²³.

Мертон Миллер, один из ведущих защитников теории эффективных рынков, признал, что действительно существует множество мелких отклонений, но они несущественны: «При построении своих моделей мы абстрагируемся от всех этих утверждений, но это не означает, что они нас не интересуют. Наоборот — возможно, они нас слишком интересуют и, таким образом, могут отвлечь нас от всепроникающих рыночных сил, которые остаются нашей главной целью»²⁴. Но он не объяснил свое предположение, что рыночные силы рациональны.

Если абстрагироваться (как советовал Миллер) от мелких деталей типа эффекта «дня недели» и подобных ему, что можно назвать основным доказательством эффективности фондовых рынков? Действительно ли большие изменения курса акций в течение продолжительного периода являются отражением тех важных изменений, которые происходили в это время в компании?

На рынке не так много возникает краткосрочных импульсов или инертных состояний, а значит, изменения фондовых индексов в течение дня или месяца не слишком предсказуемы, но это еще ничего не говорит об общей эффективности рынка. Исходя из простых экономических рассуждений, мы уже знаем, что изменения курса акций в течение дня не могут быть слишком предсказуемыми, иначе было бы слишком легко зарабатывать на этом большие деньги, а это не может быть правдой.

Чтобы оценить доказательства обоснованности теории эффективных рынков, в одной из своих научных статей, опубликованной в *American Economic Review* в 1981 г. (одновременно с появлением подобной работы у Стивена Лероя и Ричарда Портера), я рассматриваю возможность оценки волатильности спекулятивных цен (таких, как курс акций) с использованием вариативности дивидендов в течение длительного времени. Если динамику курса акций следует оценивать с точки зрения будущих выплат дивидендов компанией, как это подразумевает основная версия теории эффективных рынков, то в условиях эффективных рынков у нас не может быть волатильных цен (курсов) без соответствующей волатильности дивидендов²⁵.

Действительно, в своей статье я прихожу к выводу, что никакие изменения дивидендной доходности никогда не приводили к изменениям агрегированных показателей курсов акций американских компаний кроме трендового роста курсов, так как дивиденды, приведенные к текущей стоимости посредством постоянной ставки дисконтирования, демонстрировали весьма плавный рост. Подобное заключение во времена, когда область финансов была гораздо больше завязана на теорию эффективных рынков, чем сейчас, произвело эффект разорвавшейся бомбы. Я не успевал отражать атаки со всех сторон. Никто не подвергал сомнению относительно большую волатильность курса акций, чем дивидендной доходности, приведенной к текущей стоимости, — все спрашивали только о том, насколько разница между ними статистически значима или насколько точна моя интерпретация.

В моей статье был рисунок, на котором показывалась динамика реального (скорректированного на инфляцию) сводного фондового индекса S&P (S&P Composite Stock Price Index) с 1871 по 1979 г., а также *приведенная стоимость дивидендной доходности* — текущая стоимость реальных дивидендов, выплаченных на следующий год после учета изменений курса акций в индексе, рассчитанная на основе дивидендов за последний год. Рис. 10.2 представляет собой обновленную версию, где показаны курсы акций и дивидендная доходность, приведенная к текущей стоимости, до 2003 г. В этой версии я показываю наряду с действительным фондовым индексом три варианта приведения к текущей стоимости, которые отличаются используемой процентной ставкой для дисконтирования: с использованием постоянной ставки дисконтирования; с использованием ставки, соответствующей

годовой процентной ставке плюс константа; или с использованием ставки, в основе которой лежат реальные показатели потребительских расходов на душу населения²⁶. Эти три ставки дисконтирования представляют три различные экономические теории, которых я не буду здесь касаться, но также являются ставками дисконтирования, которыми обычно пользуются экономисты.

Приведенная стоимость будущих дивидендов не известна в течение года и становится известной только после их выплаты по итогам года. Согласно модели эффективных рынков, приведенная стоимость дивидендов за любой заданный год представляет собой (еще не известную) реальную стоимость фондового рынка в этом году. Фактический уровень реального фондового рынка в тот же год, фондовый индекс, показанный на рис. 10.2, является оптимальным инструментом для прогнозирования при использовании доступной информации за текущий год, одной из приведенных стоимостей дивидендов, показанных за тот же год.

Глядя на этот график, мы можем получить общую картину, важные доказательства эффективности агрегированного рынка ценных бумаг США. Если бы приведенная стоимость дивидендов в течение всего этого времени сильно ходила вверх и вниз, если бы изменение актуальных курсов акций происходило синхронно с дивидендами, предсказывая изменения в их приведенной стоимости, то мы могли бы сказать: это доказывает, что курсы акций ведут себя в соответствии с принципами теории эффективных рынков. Но мы видим, что показатели приведенной стоимости дивидендов намного менее волатильны, чем курсы акций. Кроме того, по динамике курсов акций практически невозможно спрогнозировать приведенную стоимость дивидендов²⁷.



Рис. 10.2. Фондовый индекс и приведенная стоимость дивидендов, 1871–2004 гг.

Реальный сводный фондовый индекс S&P (S&P Composite Stock Price Index) с 1881 г. по 2003 г. (жирная неправильная кривая) и приведенная стоимость дивидендов, скорректированная на инфляцию, с 1881 по 2003 г., рассчитанная по трем различным ставкам дисконтирования: постоянной ставке дисконтирования (жирная гладкая кривая); ставке дисконтирования на основе рыночных процентных ставок (тонкая кривая); ставке дисконтирования на базе показателей потребительских расходов на душу населения (пунктирная кривая).

Источник: расчеты автора с использованием данных, указанных на рис. 1.1, описанных в главе 1, прим. 3. Описание расчетов см. также в этой главе и в прим. 26 к ней. Вертикальная ось здесь, в отличие от других графиков в книге, имеет логарифмическую шкалу и также показывает только данные на январь каждого года; следовательно, реальная кривая фондового индекса, которая так или иначе идентична кривой, изображенной на рис. 1.1, здесь выглядит по-другому.

Приведенная стоимость дивидендов с постоянной ставкой дисконтирования в высшей степени постоянная и трендовая отчасти потому, что для расчетов приведенной стоимости используются данные, охватывающее достаточно далекое будущее, и отчасти потому, что размер дивидендов резко не меняется. Теперь, если посмотреть на показатели приведенной стоимости, отмеченные на графике, в течение длительного периода, кажется очевидным то, о чем некоторые из нас (кто думал об этом и обладает хорошей интуицией) уже знали на уровне внутренних ощущений: значительные скачки на фондовом рынке никогда не были отражением того, что впоследствии происходило с компанией. Можно, конечно, возразить, что период в 100 с лишним лет не вполне достаточен, чтобы в этом удостовериться, но факт остается фактом — за все это время таких доказательств не было.

Приведенная стоимость дивидендов, рассчитанная с использованием рыночных процентных ставок, в первой половине прошлого века была более волатильной, чем приведенная стоимость дивидендов, рассчитанная с использованием постоянной ставки дисконтирования, хотя в настоящее время ситуация значительно выправилась. Но тогда она была настолько изменчивой, что совершенно не соответствовала актуальному курсу акций. Как можно увидеть на рис. 10.2, приведенная стоимость дивидендов, рассчитанная с использованием рыночных процентных ставок, во времена Великой депрессии 1930-х гг. была очень высокой. Реальные процентные ставки были тогда весьма низкими, а фондовый рынок вошел в полосу значительных падений.

Приведенная стоимость дивидендов, рассчитанная с использованием данных о потребительских расходах на душу населения, была также более волатильной в первой части периода выборки и таким же образом на сегодняшний день пришла в равновесие. Она фактически «захватила» крах фондового рынка 1929 г. и демонстрировала некоторую синхронность в динамике с актуальным курсом акций в предыдущие годы²⁸. Но ее никогда нельзя было назвать достаточно вариативной, чтобы это соответствовало принципам теории эффективных рынков, и, конечно же, в последние годы также нельзя утверждать, что ситуация сильно изменилась.

Идея, изложенная мной в 1981 г., заключалась в том, что курсы акций были слишком волатильны, чтобы их рассматривать в рамках эффективных рынков. Если курсы акций, как предполагается, являются оптимальным прогностическим показателем приведенной стоимости дивидендов, тогда они не должны беспорядочно прыгать вверх-вниз, если действительная стоимость растет плавно. Если можно было бы с высокой вероятностью предсказывать будущее, то курс должен быть столь же волатильным, как и приведенная стоимость дивидендов, и в этом случае он должен совпадать с направлением и темпами изменения приведенной стоимости. Если же точные предсказания невозможны, то все прогнозы необходимо строить на уровне, который намного ниже приведенной стоимости. Но это не то, что мы видим на рис. 10.2.

Из рис. 10.2 мы узнаем, что общая трактовка колебаний фондового рынка, даваемая СМИ, с точки зрения будущего краткосрочного бизнес-цикла в общем и целом ошибочна. Перспектива, что скоро наступит временная рецессия, которая уменьшит размер будущих дивидендов, в сущности, не должна влиять на курсы акций, если теория эффективных рынков справедлива. Периоды рецессии были слишком короткими и исторически слишком незначительными для того, чтобы служить обоснованием изменения курсов акций, связанных с ними. Колебания курсов, если их необходимо интерпретировать с точки зрения теории эффективных рынков, должны быть связаны с получением новой информации о *долгосрочных* перспективах реальных дивидендов. И все же за всю историю американского фондового рынка мы ни разу не увидели подобных длительных колебаний, поскольку дивиденды устойчиво росли.

Как я утверждал в своей работе, изданной в 1981 г., единственный способ «примирить» волатильность курсов акций с моделью эффективных рынков, не полагаясь на специально сделанные выводы об изменениях ставок дисконтирования на фондовом рынке, — это предположить, что так или иначе колебания размеров дивидендов вокруг траектории роста не представляются *потенциально возможными*. Таким образом, следует сказать, что колебания рыночных курсов были результатом справедливых человеческих страхов относительно возможных значительных и длительных изменений дивидендов, которые так и не реализовались за все столетие наблюдений. Например, люди могли беспокоиться, что произойдет такое глобальное и редкое событие, как полная национализация и

отчуждение активов, обращающихся на фондовом рынке, государством или, наоборот, фантастический технологический прорыв, который позволит компаниям увеличить размер выплачиваемых дивидендов в несколько раз.

Как уже отмечалось, моя работа привлекла внимание целой армии критиков. Самый известный среди них — Роберт Мертон, выдающийся финансовый теоретик, в последствии лауреат Нобелевской премии в области экономики (также один из руководителей хедж-фонда Long-Term Capital Management, потерпевшего колоссальные убытки). Мертон с Терри Маршем написали в 1986 г. статью в *American Economic Review*, в которой выступили против сделанных мной выводов и с достаточной долей иронии заключили, что спекулятивные рынки не были слишком волатильными²⁹.

Вместе с Джоном Кэмпбеллом я написал большое количество работ, пытаюсь рассуждать об избыточной волатильности с большим основанием. Мы разработали статистические модели для исследования вопроса и нашли решение для ряда проблем, на которые указывали наши критики³⁰. Мы чувствовали, что нашли довольно убедительные доказательства того, что фондовые рынки не вписываются в модель эффективных рынков.

Однако наше исследование нельзя назвать окончательным решением вопроса. Осталось много проблемных моментов статистического характера, и выборка данных, охватывающая период лишь немногим больше столетия, не может быть бесспорным доказательством каких-либо выводов.

Также следует отметить, что достаточно существенная доля волатильности финансовых рынков приходится на новости о размере будущих дивидендов или прибыли. Трендовое поведение дивидендов, выплачиваемых американскими компаниями, в течение прошлого столетия можно отчасти считать результатом некоего случая, а не закономерности, подразумевающей, что дивиденды должны следовать за трендом. Принимая во внимание неопределенность относительно тренда, Кэмпбелл и я, интерпретируя результаты одного из наших статистических исследований, пришли к выводу, что 27% волатильности годовой доходности на американском фондовом рынке можно было бы отнести на счет реальной информации о будущих дивидендах³¹. Кэмпбелл и Джон Аммер, используя сходную методологию и более свежие (послевоенные) данные, обнаружили, что 15% изменчивости ежемесячной доходности на американском фондовом рынке может быть связано с данными о будущих дивидендах³².

Менее очевидной кажется избыточная волатильность долгосрочных процентных ставок и малоуказательной — избыточная волатильность в спредах фондовых индексов³³. Отдельные акции, чья приведенная стоимость будущих дивидендов намного более волатильна, чем в среднем по рынку, демонстрируют меньшую избыточную волатильность, чем рынок в целом³⁴. Избыточная волатильность вследствие надувания спекулятивных пузырей, возможно, является лишь одним из факторов, влияющих на спекулятивные рынки, и важность этого фактора варьируется от рынка к рынку на протяжении всего времени. Состояние избыточной волатильности существует не всегда. Но в настоящее время и последние несколько лет мы находимся именно в таком состоянии, и это касается многих наших фондовых рынков, рынков жилья и даже товарных рынков. Защитникам недавних высоких цен на этих рынках было трудно всем вдохновенно объяснять, что это реакция рациональных эффективных рынков на новую информацию.

Поэтому некоторые из защитников нашли абсолютно иное обоснование внезапному росту цен (курса). Чтобы оправдать внезапный подъем на рынке, они оставили идею, что рынки всегда эффективны. Вместо этого они заявляют, что рынки *только сейчас* становятся эффективными. Они говорят, что люди после стольких лет неведения вдруг узнали правду. Подобный аргумент противоречит теории, согласно которой рынки по сути своей эффективны. И все же мы не можем сбросить со счетов это аргумент, за которым стоит большое количество людей. Мы вернемся к нему в следующей главе.

Глава 11

Что знает инвестор

Помимо аргументов в пользу эффективности рынков, существует и другое рациональное объяснение оптимизма как на фондовом, так и на иных спекулятивных рынках. Оно заключается в понимании потенциальными инвесторами в целом, что перспективная рыночная стоимость активов на самом деле выше, чем они предполагали и чем можно было бы прогнозировать, глядя на традиционные показатели. В результате коэффициент цена-прибыль на фондовом рынке сегодня выше среднего исторического уровня, поскольку частные инвесторы теперь имеют представление о таких простых вещах, как исторические показатели прибыли, диверсификация и ситуация в мире. В отличие от довода в пользу эффективных рынков, этот довод подразумевает, что ранее рынок был недооценен из-за всеобщего заблуждения. По сути, объяснение звучало следующим образом: «Фондовый рынок был неэффективен на протяжении почти всей своей истории; он был недооценен; но (вероятно) сегодня он стал эффективным».

Возможно, частные инвесторы, по крайней мере так кажется на первый взгляд, узнали о том, что потенциальная стоимость активов на фондовом рынке намного выше, чем они считали раньше. Общество действительно учится, а кумулятивный эффект от полученных знаний вылился в утверждение, что современное общество по сравнению с прошлыми столетиями существенно продвинулось по пути прогресса. Но остается вопрос: действительно ли общество узнало что-то важное о фондовом рынке? Правда ли это? Если да, то что мы узнали?

Что знают о риске

Принято считать, что люди лишь недавно узнали о том, что фондовый рынок является намного менее рискованным и более эффективным вариантом для инвестирования, чем остальные. Говорят, это «знание» — результат широкого освещения в СМИ преимуществ акций как инвестиционного инструмента на протяжении более десяти лет, а также публикации первого издания книги Джереми Сигела «Долгосрочные инвестиции в акции. Стратегии с высоким доходом и надежностью» (Stocks for the Long Run) в 1994 г. Согласно его точке зрения, люди поняли, что, если верить статистике прошлых лет, они слишком боялись акций. Вооружившись новым знанием, инвесторы теперь играли на повышение курса акций, чтобы достичь более высокого уровня — разумного и истинного, где акции с самого начала не вызывали бы чрезмерного страха. Продаваемые теперь по более высокой цене, акции будут приносить соответственно более низкую прибыль — но это устраивает инвесторов, так как теперь они знают, что акции — не столь рискованный инструмент. Другими словами, премия за акционерный риск — дополнительный доход, который инвесторы требуют в качестве компенсации за риск вложений на фондовом рынке, — уменьшилась, поскольку инвесторы, наконец, оценили уровень риска фондового рынка за прошлые годы¹.

Надо признать, что общество, кажется, не ощущает большого риска в связи с инвестициями в фондовый рынок. В главе 4 мы ознакомились с результатами исследований, которые показали: несмотря на то что после пика в 2000 г. многие уже не поддерживают идею о том, что, если еще раз случится обвал наподобие 19 октября 1987 г., рынок восстановится буквально за пару лет, большинство людей все еще верит в это. Поэтому очевидно, что большую часть населения не особо беспокоит возможность падения фондового рынка. Но потому ли, что люди узнали нечто действительно новое? Или изменившееся общественное мнение — это результат влияния чего-то совершенно иного и мимолетного?

Проблема теории «нового знания» в том, что полученная инвесторами информация не является чем-то новым. Еще в далеком 1924 г. в своем бестселлере Эдгар Лоренс Смит заявил, что фондовый рынок значительно превосходит по своей доходности все другие варианты инвестиций. В этой книге представлено большое количество примеров сравнений инвестиций в акции и облигации в прошлые годы. Автор пришел к выводу, что акции при долгосрочном инвестировании всегда приносят доход:

как при росте общего уровня цен (инфляции), так и при его снижении (дефляции)². Смит, как и другой автор того времени, Кеннет Ван Страм, отмечал, что инвестирование в облигации было рискованным, поскольку, несмотря на фиксированные выплаты по номинальной стоимости облигаций, их реальная стоимость зависит от общего уровня цен³.

Как написал в 1929 г. профессор Ирвинг Фишер, «эти труды стали бомбой в мире инвестиций». Фишер считал, что рост рынка в 1920-х гг. — результат полученных обществом знаний из этих книг: «Только после того, как люди осознали, в основном благодаря трудам Эдгара Лоренса Смита, что в период обесценивания доллара лучше инвестировать в акции, а не в облигации, на бычьем рынке стали правильно оцениваться обыкновенные акции»⁴.

Другие авторы также разделяли мнение Фишера по поводу общественного знания. Чарльз Амос Дайс в 1929 г. писал, что «старое предубеждение в отношении рынка ценных бумаг и страх перед ним в большей степени были преодолены благодаря разъяснениям населению о специфике акций и облигаций»⁵.

Один из авторов *New York Herald Tribune* в 1929 г. в своей статье доказывал: «Доставляет удовольствие наблюдать за ростом бизнеса... Но еще важнее рост понимания людей, способствующих столь активному развитию бизнеса... Зачем замедлять активное развитие „здоровой“ отрасли, когда все больше людей верят в нее, становятся акционерами компаний и регулярно получают самую достоверную информацию?»⁶.

Если в 1929 г. люди знали о преимуществе акций над облигациями, то создается впечатление, что позже они забыли об этом либо изменили свое мнение. Теперь перед нами стоит вопрос: глядя на то, что происходило с фондовым рынком, действительно ли они «знали» тогда, что акции всегда более выгодны, чем облигации, и сохранят ли они это «знание» и в будущем?

Часто цитируемый «факт»: в США не было 30-летнего периода «превосходства» облигаций над акциями. На самом деле это не совсем так. Джереми Сигел сам указывает в своей книге «Долгосрочные инвестиции в акции. Стратегии с высоким доходом и надежностью», что облигации главенствовали на рынке в период с 1831 по 1861 г.⁷ Может показаться, что это было очень давно, но потом понимаешь, что в истории американского фондового рынка было немного непересекающихся 30-летних отрезков — лишь пять таких периодов с 1861 г. Было много *пересекающихся* 30-летних периодов, но, конечно, их нельзя считать отдельными частями доказательства. Исходя из относительно краткой истории 30-летних периодов доходности фондовых рынков, мы должны признать, что существует лишь небольшая вероятность того, что акции не могут в будущем вновь продемонстрировать темпы роста ниже среднего.

Если мы возьмем за основу десятилетние периоды, то получим несколько периодов в недавнем прошлом, когда доходность акций была меньше, чем у процентных активов. В этой книге я определил три основных пика коэффициента цена-прибыль в прошлые годы: июнь 1901 г., сентябрь 1929 г. и январь 1966 г. В течение последующих десяти лет в двух из трех данных случаев (1929 и 1966 г.) доходность ценных бумаг на рынке была ниже краткосрочных процентных ставок⁸. Если же мы за основу возьмем 20-летние периоды, то в этом случае только с 1901 по 1921 г. доходность акций действительно получится ниже краткосрочных процентных ставок⁹. Но в течение последующих 20 лет после пика фондовые рынки демонстрировали низкую доходность в реальном выражении (т.е. скорректированную на инфляцию). Средняя (геометрическая) реальная доходность индекса S&P Composite составила: -0,2% в год с июня 1901 г. по июнь 1921 г.; 0,4% в год с сентября 1929 г. по сентябрь 1949 г.; и 1,9% в год с января 1966 г. по январь 1986 г. Несмотря на эту ничтожную доходность, фондовый рынок все же превышал краткосрочные процентные ставки в 1929–1949 гг. и 1966–1986 гг., поскольку инфляция привела к сильному снижению средних краткосрочных процентных ставок, в 1929–1949 гг. — фактически до отрицательного уровня. Инфляционные периоды, связанные с Первой и Второй мировыми войнами, а также войной во Вьетнаме, приводили к снижению покупательной способности денег, приносящих процентный доход. Трудно проследить связь сегодняшней ситуации с тем, что в эти периоды инфляция съедала реальную стоимость процентов по краткосрочным кредитам. Сегодня в США есть долгосрочные облигации, индексируемые на инфляцию, с доходностью 2%, которые гарантируют защиту от инфляции.

Более того, США сами могут быть скорее исключением, чем правилом с точки зрения реальной доходности фондового рынка. Филипп Джорион и Уильям Гетцманн исследовали реальные темпы роста доходности фондового рынка (без учета дивидендов) в 39 странах за период с 1926 по 1996 г. и обнаружили, что средний рост в них составил лишь 0,8% в год (по сравнению с 4,3% в США)¹⁰. Таким образом, если мы обратимся к опыту других стран, то нас ждут намного более слабые показатели фондового рынка в будущем.

Нет никаких оснований полагать, что доходность акций будет *всегда* в течение долгого времени превышать доходность облигаций. Более того, если бы история подтверждала эту идею, мы должны были бы признать (и в какой-то степени это должно признать большинство людей), что будущее необязательно будет таким, как прошлое. Например, может случиться то, что мы наблюдаем сегодня, — повсеместное переинвестирование, поскольку инвесторов подогревают прошлые успехи фондового рынка. Возможно, компании вынашивали слишком большие амбициозные планы и много тратили на развитие и продвижение продукции и поэтому они не смогут работать, как прежде. В 1990-е гг. наблюдалось действительно чрезмерное инвестирование, и это был главный фактор мирового экономического спада, начавшегося в 2001 г.

Также могли повлиять и широко внедряемые технологические новшества, которые рассматривались как причины для оптимизма, но на самом деле для бизнеса это создавало некую неопределенность его будущего. Новые технологии могут снизить конкурентоспособность существующих компаний и привести к их замене вновь появившимися игроками. Таким образом, эти изменения могут повысить, а не снизить вероятность падения доходности акций в следующие 30 лет.

Поэтому сам «факт» превосходства акций над облигациями вовсе не является фактом. Общество не усвоило аксиому. Более того, оно вообще перестало обращать внимание на некоторые аксиомы. По крайней мере, создается впечатление, что люди игнорируют одну гениальную аксиому об акциях: то, что они — последнее звено в цепи претендентов на денежные потоки компании и имеют право лишь на остатки после выплат всем остальным. Таким образом, акции по определению являются рискованым инструментом. Инвесторы также потеряли из виду другую аксиому: нет гарантий того, что акции и дальше будут показывать хорошие результаты. Те, кто теряет деньги на фондовом рынке, не могут рассчитывать на социальную помощь со стороны государства.

Важный вопрос культуры инвестирования, или Доходность акций всегда выше доходности облигаций

Я был поражен тем, что почти все исследования доказывали: доходность акций всегда превышала доходность облигаций. Поэтому в начале 1990-х я решил выяснить, насколько справедливыми были подобные выводы. В своем анкетном опросе в 1991 г. я обращался к американским институциональным инвесторам так:

Рассмотрите следующий вывод:

«На протяжении последних 65 лет доходность акций значительно превышала доходность облигаций, и с 1926 г. не было ни одного 20-летнего периода, когда бы облигации показывали лучшие результаты, чем акции. Поэтому все, кто планирует инвестировать на период от 20 лет и более, должны это делать в первую очередь в акции».

[Обведите одну из цифр.]

1. Согласен с этим.
2. Не согласен с этим.

Из 172 опрошенных 84% выбрали первый вариант ответа и только 16% — второй. Безусловно, это очень серьезный показатель того, сколько людей готовы согласиться с таким категоричным заявлением.

Вопрос в такой формулировке не позволил нам выяснить, как часто респонденты слышали, что доходность акций всегда превышала доходность облигаций. Для этого осенью 1993 г. я задал институциональным инвесторам тот же самый вопрос, но с другой формулировкой:

Рассмотрите следующее утверждение:

«С 1860 г. не было ни одного 30-летнего периода, в течение которого доходность американских государственных облигаций превышала бы доходность акций». Слышали ли вы когда-либо подобное утверждение (возможно, с несколько иным содержанием, например, был использован другой временной период, а не 30 лет)?

1. Да, часто.
2. Да, пару раз.
3. Нет.

Из 125 опрошенных 52% выбрали «да, часто», 22% выбрали «да, пару раз» и 26% выбрали «нет». Таким образом, 74% помнят, что слышали это утверждение. Несомненно, подобные утверждения уже тогда были частью нашей культуры инвестирования.

Тот факт, что многие инвесторы в 1991 или 1993 г. знали и помнили о происходящем на рынке в 1924 г., нельзя считать непосредственной причиной резкого повышения курсов акций до рекордного уровня в конце 1990-х. Так или иначе, но это «знание» читалось в глазах инвесторов. Всеобщая уверенность в том, что на смену спаду на рынке всегда придет подъем, действительно в последние годы значительно усилилась, но эта уверенность возникла не в результате вдруг обнародованной информации о том, как вел себя рынок в предыдущие годы. Как я всегда утверждал, причина лежит в сфере таких факторов, как механизм обратной связи, вызванной прошлым повышением курсов (см. главу 4), на который в конечном счете влияют различные стимулирующие факторы (см. главу 3), а не внезапное осознание важности данных за прошлые годы.

Что знают о взаимных фондах, диверсификации и долгосрочных инвестициях

Джеймс Глассман и Кевин Хассетт в своих статьях, опубликованных в *Wall Street Journal* в 1998–1999 гг., утверждали: «Инвесторы стали лучше разбираться в акциях, в значительной степени благодаря взаимным фондам и СМИ. Они научились делать долгосрочные инвестиции и рассматривать падение курса как временное явление и как шанс для покупки». Глассман и Хассетт пришли к заключению, что инвесторы теперь знают, что диверсифицированные портфели акций не несут в себе больших рисков; акции представляют собой намного более ценные инвестиции, чем они прежде думали. Поэтому сегодня инвесторы готовы платить за акции намного больше. Из-за возросшего спроса на акции фондовый рынок будет постоянно оставаться на более высоком уровне и в будущем¹¹.

Вслед за статьями Глассман и Хассетт выпустили в 1999 г. книгу «Дов 36 000: Новая стратегия заработка на предстоящем росте фондового рынка» (*Dow 36,000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market*). В ней подчеркивается, что инвесторы еще продолжают узнавать о безопасности диверсифицированных инвестиций в акции и будут в ближайшие годы играть на повышение, пока урок действительно не будет усвоен. Исследователи отметили, что «с точки зрения здравого смысла наиболее вероятная дата достижения Dow отметки в 36 000 — начало 2005 г., но это может произойти и намного раньше»¹². Когда книга вышла в 1999 г., читатель, поверивший в это, мог прийти к выводу, что в период с 1999 по 2005 г. можно заработать кучу денег или даже раньше, вкладывая в акции, пока другие инвесторы в большинстве своем еще будут постигать все прелести долгосрочных инвестиций. Несмотря на показную тему книги — акции настолько надежны, что их и государственные облигации следует считать взаимозаменяемыми, — коммерческая цель книги (как это можно понять из названия) фактически состояла в продвижении идеи, что можно быстро разбогатеть, инвестируя в 1999 г. в акции, пока другие еще не узнали о надежности таких вложений.

Теперь мы знаем, что Глассман и Хассетт на самом деле очень сильно ошибались в своем прогнозе рынка. Но они были правы, сказав, что люди видели преимущества взаимных фондов, делали долгосрочные инвестиции и приходили к выводу, что снижение курсов акций — временное явление. Однако из этого нельзя делать вывод, что люди осознали или находятся в процессе осознания некоторых прописных истин. Мы уже видели, что снижение курса акций не было таким уж временным. Это может продолжаться в течение десятков лет, и, таким образом, даже долгосрочные инвесторы должны видеть риски в инвестициях на фондовом рынке. Есть также причина полагать, что большое увлечение взаимными фондами — своего рода причуда инвестора, не связанная с какими-то реальными

знаниями.

Инвесторы проявляют большую заинтересованность в выборе правильного взаимного фонда, и часто это выливается в смену одного фонда на другой. В ответ на такой повышенный интерес появилось множество новых фондов с соответствующим ростом потока рекламных объявлений и почтовых рассылок. Кроме того, исследования результатов работы взаимных фондов показали, что, несмотря на определенную тенденцию — успешные в прошлом фонды продолжают показывать хорошие результаты, — ее нельзя назвать сильной и долгосрочной. Кажется, люди полагают, что разумнее внимательно изучить рейтинги результатов работы взаимных фондов и постоянно держать свои деньги только фондах, которые являются лидерами последнего времени, но фактически они таким образом зарабатывают немного¹³.

Чтобы оценить мнения инвесторов относительно их способности зарабатывать деньги на фондовом рынке и роль, которую играют взаимные фонды в этом процессе, я включил в анкету для частных инвесторов в 1996 г. ряд вопросов об уровне доверия к инвестированию вообще и инвестированию во взаимные фонды в частности. Вопросы, процент ответов и число респондентов, были следующие:

Попытка вычислить правильно время для входа на фондовый рынок, прежде чем он начнет расти, и время выхода, пока он не начал падать, это:

1. Правильное решение и следует попытаться это сделать; я объективно могу добиться в этом определенных успехов (11%).
2. Бесполезное занятие; я объективно не смогу добиться в этом успехов (83%).
3. Не знаю (5%).

[n = 131]

Попытаться выбрать отдельные акции и составить прогноз, например, могут и если смогут, то, когда начнут расти акции Ford Motor или IBM, это:

1. Правильное решение, и следует попытаться это сделать; я объективно могу добиться в этом определенных успехов (40%).
2. Бесполезное занятие; я объективно не смогу добиться в этом успехов (51%).
3. Не знаю (8%).

[n = 131]

Попытка выбрать взаимные фонды, выяснить, у каких фондов есть эксперты, которые могут сами выбрать те акции, которые в будущем будут расти, это:

1. Правильное решение и следует попытаться это сделать; я объективно могу добиться в этом определенных успехов (50%).
2. Бесполезное занятие; я объективно не смогу добиться в этом успехов (27%).
3. Не знаю (23%).

[n = 132]

Глядя на результаты опроса, мы видим, что люди, по сути, верят в эффективность совокупного рынка и поэтому отказываются заниматься расчетом времени входа и выхода; но они часто полагают, что могут все же выбрать отдельные акции и (особенно) взаимные фонды. Только 27% говорят, что попытка выбрать взаимные фонды, которые в будущем будут показывать хорошие результаты, является бесполезным занятием, по сравнению с 51%, кто утверждает, что бесполезно пытаться выбрать отдельные акции, и 83%, кто считает неумным решением попытку прогнозировать рынок.

Если бы люди действительно верили в эффективные рынки, то дали бы ответ «бесполезное занятие» на все вышеуказанные вопросы. Если курсы акций — пример случайного блуждания, то невозможно выбрать правильное время для захода на рынок, невозможно выбрать отдельные акции или других, кто смог бы их выбрать.

Существуют только скромные свидетельства того, что кто-то добился успехов при выборе правильных взаимных фондов, поэтому «знания» инвестора на самом деле не особо помогают. В любом случае насколько легче выбрать менеджеров взаимных фондов, чем менеджеров отдельных компаний?

Часто говорят, что люди узнали о необходимости диверсификации портфеля и теперь используют

для этого взаимные фонды¹⁴. Если речь идет о фондах с хорошим управлением и низкими комиссионными, то в этом есть какой-то смысл. Но во многих фондах комиссионные настолько высоки, что инвесторам лучше самим озадачиться диверсификацией, если это — главный мотив инвестирования. Кроме того, когда инвесторы напрямую покупают акции, они могут избежать налогов на прирост капитала, которые вынуждены платить управляющие взаимными фондами при продаже акций из портфелей, а это важный вопрос для фондов с высоким оборотом. Вместе с тем инвесторы могут реализовать в целях оптимизации налогов возможность учета потерь от дешевающих акций. Бесспорно, на это у взаимных фондов существуют ограничения.

Узнать и забыть

Говорят, общественность узнала, что акции всегда идут вверх после того, как они упали. Мы видели немало примеров, когда люди в основном так и думали, превратно интерпретируя полученную информацию. Курс акций может упасть и оставаться на низком уровне в течение многих лет. Они могут быть переоцененными и демонстрировать на протяжении длительного времени показатели ниже среднерыночных.

Говорят, люди узнали, что на большом промежутке времени акции должны быть всегда доходнее других инвестиций, таких как облигации, таким образом, долгосрочные инвесторы будут больше зарабатывать именно на акциях. Мы видели доказательства того, что люди действительно в основном так и думают. Но они вновь искаженно толкуют информацию. Акции не всегда были доходнее других инвестиций на длительном отрезке времени, и, конечно, нет никаких оснований полагать, что они должны быть более доходными в будущем.

Также говорят, общество узнало о целесообразности вложений в акции через взаимные фонды, где управляющие имеют хороший послужной список. Мы видим, что люди действительно в основном так и считают, и они в очередной раз ошибаются. От выбора успешных взаимных фондов инвесторы мало что выигрывают.

Когда «информация» ошибочна, ее нельзя назвать знанием. Многие инвесторы уже «забыли» подобную информацию об акциях, и еще многие сделают это в будущем.

Подобный процесс получения «знаний» инвестором происходит и в отношении иных рынков — не только фондового. Люди «узнают», что инвестиции в недвижимость на самом деле не столь рискованные, а жилье — «лучший» вариант инвестиций. Впечатление, что общество только что узнало какую-то важную информацию, способствует значительному росту рыночной цены, поддерживая веру в то, что такие темпы роста могут быть постоянными.

В истории часто возникали ситуации, когда казалось, что мы все вдруг получили какую-то важную информацию и достигли нового уровня просвещенности относительно инвестиций, и это можно расценивать как предсказуемую составляющую иррационального оптимизма. Нам необходимо что-то делать с теми изменениями в мышлении, которые заставляют людей думать, что мы вошли в период нового просвещения, с теми изменениями, которые, влияя на рыночные цены, отражаются и на нашей жизни.

Необходимо также остановиться и на том, что мы как отдельные граждане и общество в целом должны предпринять, чтобы нивелировать вредное влияние иррационального оптимизма. Давайте рассмотрим эти вопросы в последней главе.

Часть V

Призыв к действию

Глава 12

Спекулятивная волатильность и свободное общество

Высокая стоимость акций на пике фондового рынка в 2000 г. и относительно высокая и по сей день не имеет под собой разумных причин. Высокие цены на жилье, которые наблюдаются на многих рынках в первые годы XXI в., также не имеют под собой достаточных оснований.

Высокий уровень рынка не отражал, как многие полагают, единого мнения экспертов, у которых были свои тщательно рассчитанные прогнозы. Это был результат совокупного влияния мнений миллионов случайных людей, лишь малая часть которых заинтересована в непредвзятом анализе долгосрочной стоимости инвестиций; людей, чьим мотивом к действию служили преимущественно их собственные эмоции, выбранные наугад факты и принятые на веру расхожие мысли. На их обывательское поведение значительно воздействовали СМИ, заинтересованные в привлечении постоянных телезрителей и читателей, и по большей части не стремящиеся приучить их к восприятию количественного анализа, который мог бы дать им верное представление о фактической стоимости ценных бумаг.

Уровень рынка жилья, который мы наблюдаем последние годы, не является результатом, как многие полагают, фундаментальных процессов, от которых зависят рациональный спрос и предложение жилья. Разумеется, цены на жилье определяются спросом и предложением, о чем так часто говорят покупатели недвижимости. Цены призваны сделать рынок более прозрачным.

Однако на спрос и предложение влияют многочисленные социальные и эмоциональные факторы, в частности внимание непосредственно к росту цен и предположение общественности, что экспертам якобы известно, что рост цен продолжится, а отсюда — склонность полагать, что цены действительно продолжают расти. Эти факторы изменяются, когда изменится наша культура.

Понимание того, каким образом социальные силы определяют движение спекулятивного рынка, стало главной темой данной книги. Для большинства из нас очень сложно осознать, какие рыночные изменения были вызваны обоснованными и вескими причинами, а также складывались под влиянием мнения экспертов, а какие стали продуктом воображения людей и общественной психологии. Хочется верить, что приведенные доводы убедили всех в том, что во всех изменениях на рынке в первую очередь виноваты именно представленные ранее факторы, которые и влияют на колебания цен/курсов.

Как в случае с фондовым рынком, так и с рынком недвижимости люди имеют лишь смутное представление о реальной стоимости инвестиционных инструментов и о том, какими должны быть цены. Они лишь могут судить о том, что курс одних акций завышен по сравнению с другими, или о том, что цена одного дома завышена по сравнению с другим; однако они просто-напросто не знают, как оценить общий уровень цен. Куда более значимы в их понимании показатели роста курсов/цен, о чем они много говорят и слышат в периоды резких ценовых изменений, что не оказывает, однако, ощутимого воздействия на спрос на спекулятивные активы.

Когда же рост курсов/цен в период надувания пузыря продолжается на протяжении определенного времени, люди начинают постоянно пересматривать свое мнение. Те, кто считал, что это был пузырь и цены были чересчур высокими, начинают сомневаться в собственных суждениях, выдвинутых ранее, и задавать себе вопросы, например: действительно ли аналитические показатели могли спровоцировать рост курсов/цен? Многие как будто полагают, что если рост цен продолжается на протяжении многих лет после того, как эксперты назвали это пузырем, то, вероятно, эксперты ошибались.

В результате люди приходят к мнению, что в действительности на рост цен влияют именно аналитические показатели, которые будут действовать всегда. Это этапы, которые проходят люди, наблюдающие за ситуацией на рынке; разные люди в разные периоды.

Теория обратной связи, согласно которой рост цен воодушевляет инвесторов и заставляет их провоцировать дальнейший их рост, всегда сидела в головах отдельных людей, и многие как минимум имеют представление о ней, однако мы уже отмечали, что общественность в целом не проявляет особого интереса к этой теории. Теория обратной связи скромно стоит на заднем плане, как некий

расхожий миф. В газетах регулярно появляются статьи, пытающиеся воскресить эту теорию, однако для большинства людей они неубедительны.

Кажется, людей успокаивает цитируемый повсеместно «факт», что за всю историю фондового рынка не было такого 30-летнего периода, когда доходность акций была бы ниже доходности облигаций, а также другой «факт», что любое значительное падение цен на жилье удавалось, как правило, быстро компенсировать. Это часть тех психологических факторов, которые способствуют формированию и развитию пузырей, по крайней мере на протяжении какого-то времени. Именно такая психология мышления и поведения не раз провоцировала в прошлом критический, но непродолжительный рост цен, и то же самое произойдет в какой-то момент и в будущем.

Когда рост цен приостанавливается на достаточно долгий период, постепенно возрастает недовольство сложившейся ситуацией. Это постепенно нарастающее недовольство может привести к стагнации и сужению рынка, даже если общие экономические показатели растут. Рынки могут вызывать недовольство на протяжении лет или даже десятилетий, поскольку их динамика после схлопывания пузырей постепенно сходит на нет.

На момент публикации данной работы рынок уже в течение пяти лет находится в состоянии стагнации. Многие предполагают, что скоро мы выйдем из этого периода застоя — об этом свидетельствуют приведенные ранее результаты исследования. Разумеется, есть основания в дальнейшем ожидать большей волатильности рынка, нежели мы наблюдали ранее. Появление хороших новостей способствует быстрому росту рынка акций и приводит к надуванию очередного спекулятивного пузыря. Если нечто подобное произойдет в ближайшие годы, мы станем свидетелями еще одного значительного скачка курсов акций на фондовом рынке, что не может не вызывать опасений.

Однако нам кажется, что следует обратить внимание также на другой возможный сценарий развития событий, предполагающий усиление негативных тенденций в поведении рынка, что может привести к застою на фондовом рынке даже в том случае, если прибыли компаний продолжают заметно расти. Существует немалый риск того, что в 2010 или даже в 2015 г. уровень фондового рынка, с учетом инфляции, окажется ниже, чем был в 2005 г. Такое развитие событий можно рассматривать отчасти как негативное проявление петли обратной связи, как постепенно проявляющуюся реакцию на мизерные доходы, получаемые держателями акций, что в итоге снизит спрос на акции и, следовательно, будет способствовать падению курса относительно существующих фундаментальных показателей. Со временем акции могут вызвать у людей отторжение.

Сегодня во многих городах мира мы наблюдаем растущий интерес инвесторов к вложению средств в недвижимость. Влияние пузыря на рынке жилья, который начал надуваться в конце 1990-х, кажется, в некоторых городах постепенно сходит на нет. Тем не менее пока не понятно, когда оно прекратится окончательно. Спад может внезапно прекратиться, и тогда цены могут вновь взлететь. Недавняя ситуация с ценами на жилье показывает, что в случае с изменениями присутствует значительная инерция и цены на жилье, начавшие расти, вероятнее всего, продолжат расти в ближайшие несколько лет, тогда как цены на жилье, начавшие падать, вероятнее всего, в ближайшее время будут падать¹.

В городах, где цены взлетели настолько, что многие люди не могут позволить себе там жить, рост цен может замедлиться, а затем может начаться падение. В то же время вполне вероятно, что в других городах бум будет какое-то время продолжаться. Запаздывание реакции на изменение цен в некоторых городах, по крайней мере на протяжении определенного времени, повлечет за собой рост цен в этих городах — даже в том случае, если цены в городах, ранее подвергшихся воздействию лопнувшего пузыря, упадут.

Что нам следует делать, когда мы наблюдаем за подобной цепочкой событий, вызванной влиянием пузыря? Наблюдать за пузырями на рынке жилья, на фондовом или любом другом спекулятивном рынке все равно что наблюдать за автокатастрофой в замедленной съемке. Действительно ли ничего нельзя сделать? На самом деле можно, и немало.

Серьезная ошибка публичных людей состоит в том, что они спокойно воспринимают рост и падение рыночной капитализации, молчат о возможном подтексте этих изменений, и право слова

оставляют аналитикам рынка, которые занимаются выполнением практически неосуществимой задачи краткосрочного прогнозирования рынка и которые могут быть «в доле» с инвестиционными банками, брокерами, жилищно-строительными фирмами или риелторами. Оценка рынков — это вопрос государственной, и даже международной, важности. Все наши планы на будущее, как личные, так и общественные, зависят от ресурсов, которыми мы располагаем, и эти планы пойдут прахом, если большая часть ресурсов завтра испарится. Свойство спекулятивных пузырей расти, а затем сжиматься может привести к крайне неравномерному распределению материального богатства. Этот факт может заставить многих из нас усомниться в целесообразности наших капиталистических институтов и свободного рынка. Поэтому нам необходимо иметь ясное представление о возможных последствиях таких сжатий, а также о том, какой, с учетом этих последствий, должна быть наша личная линия поведения, а также государственная политика.

Проблема использования влиятельными лицами своего авторитета состоит в том, что хотя мнения о слишком высоких или, наоборот, чересчур низких ценах на рынке могут разделять многие эксперты, однако эти мнения никогда не становятся общепризнанными. Авторитетные лица, которые их высказывают, знают, что судят на основании личного восприятия — интуитивных догадок о показателях рынка и его психологии, догадок, которые настолько сложно доказать, что они чувствуют необходимость мужества для того, чтобы первыми сделать такое заявление.

Разумеется, публичные люди рискуют серьезно опозориться, когда заявляют открыто о том, что доходность фондового рынка или рынка жилья в ближайшие годы может снизиться или стать отрицательной. Мы уже отмечали в этой книге, что хотя рынки в долгосрочной перспективе достаточно предсказуемы, тем не менее в случае слишком высоких или, наоборот, слишком низких цен говорить о реальных перспективах рынка крайне сложно. При этом эксперт, который молчит об излишнем доверии к рынкам со стороны общественности и излишней ее уверенности в получении прибыли в будущем из тех лишь соображений, что боится ошибиться в оценке перспектив, ничуть не лучше врача, который выявил у пациента повышенное кровяное давление, но не говорит ему об этом в надежде, что тому повезет и он не заболеет.

Этика и профессиональные стандарты

Основным недостатком нашей свободно-рыночной системы, что наиболее заметно в периоды экономического бума, является тенденция к постепенному снижению нравственных норм вплоть до возникновения конфликта или до принятия жестких мер, после чего общественность и правительство реагируют на конфликт и общество возвращается к прежним нормам. При надувании на рынке спекулятивного пузыря, когда цены идут вверх, мало кто способен противостоять упадку этических норм. С этой проблемой в ее разных формах мы сталкивались в период избыточного иррационального оптимизма в 1990-е гг. Проявлялась она в нечестном измерении прибыли, в снижении стремления руководителей работать над долгосрочным ростом истинной стоимости активов, в снижении стандартов, применяемых при выдаче кредитов — ипотечных и потребительских. Есть опасность, что все это станет еще более серьезной проблемой, если общественные деятели не начнут с этим бороться.

Снижение требований к лицам, желающим получить ипотечный кредит, приводит к проблемам после того, как процентные ставки вырастут постепенно в течение нескольких лет. Ипотечные кредиторы должны ужесточить условия получения кредита не только для того, чтобы себя обезопасить, но и во благо лиц, претендующих на кредит, дабы покупатели домов не пытались «прыгнуть выше головы». Американская профессиональная организация «Ассоциация ипотечных банков», а также все агентства, занимающиеся секьюритизацией кредитов, включая Fannie Mae и Freddie Mac, заинтересованы в ужесточении требований к выдаче кредитов. Ни одна из этих организаций не хочет, чтобы страну поразил ипотечный кризис. Однако в периоды активного надувания спекулятивных пузырей возникают обстоятельства, приводящие к снижению этих требований, и такое ослабление создает проблемы в будущем.

Обычно в качестве показателя, определяющего, что размер кредита не превосходит возможности заемщика, принимают такое условие: ипотечный кредит не должен превышать размер дохода за период

в 2,5 года. Но не так давно в США при рассмотрении возможности выдачи кредита наиболее распространенным было правило 28/36: выплата по кредиту не должна превышать 28% дохода заемщика, а общая сумма выплат — 36% его дохода. Это правило позволяет кредиторам предоставлять более крупные кредиты при низких процентных ставках. И хотя на сегодня многие кредиторы пытаются следовать этому правилу и отказывают домовладельцам, чьи выплаты будут превышать данный лимит, в условиях жесткой конкуренции на рынке кредитования следовать подобным правилам кредиторам становится все сложнее. Банки, придерживающиеся данного правила, оказываются не у дел. Они начинают допускать исключения из правила, которые объясняют особыми обстоятельствами, и порой их интерпретация самого правила в действительности не имеет смысла. Они оправдывают для себя эти исключения, полагая, что так поступают все и что в таком искажении норм нет ничего страшного, по крайней мере в данный момент.

В США отмечается тенденция к предоставлению кредитов на основе стандарта 28/36 даже в случае с ипотекой с плавающей ставкой; в этой ситуации процентная ставка остается низкой лишь в течение определенного периода времени, а через год, три или пять лет вырастает. Например, в середине 2004 г. можно было взять кредит с плавающей процентной ставкой, предполагающей в течение первого года выплату 3,25% и первоначальные ежемесячные взносы в размере \$425 на каждые \$100 000 кредитных средств. При таких низких ставках стандарт 28/36 позволяет заемщику приобрести дом стоимостью более чем в пять его годовых доходов. Часто процентные ставки вырастают весьма значительно, и заемщик, таким образом, оказывается в трудном положении.

«Ассоциация ипотечных банков» отметила резкий переход в США с 2003 г. к выдаче кредитов с плавающей ставкой, и это отчасти потому, что в соответствии с правилом 28/36 большее количество домовладельцев могут соответствовать требованиям для выдачи подобного кредита. Заемщики, имеющие меньший доход и менее образованные, оказываются в сложной ситуации, когда процентные ставки вырастают². Все чаще ипотека с плавающей ставкой подразумевает только выплату этой процентной ставки в течение первых пяти или десяти лет с отсрочкой выплаты основной суммы кредита. Таким образом, через несколько лет заемщика ожидает сюрприз в виде выплат по кредиту, возросших за счет более высоких процентов, а также начала выплат основной суммы. Кредитные организации, предоставляющие такие займы, или организации, перекупающие у них эти займы, рискуют стать жертвами массовых невыплат по кредитам через несколько лет после их выдачи. Однако сотрудники этих организаций, делающие свою карьеру и выдающие как можно больше кредитов сегодня, кажется, не задумываются о возможных последствиях.

События, происходящие в периоды спекулятивных пузырей, могут разрушить жизнь многих людей. Мало что можно сделать для изменения сложившейся ситуации, пока общественные лидеры, как и прежде, будут считать себя приверженцами принципа эффективных рынков и не признают, что на рынке царит чрезмерная спекуляция.

Возможные новые стимулирующие факторы

Не стоит останавливаться на стимулирующих факторах, приводивших рынок в движение в прошлом. Без сомнения, появятся и новые факторы, оказывающие как положительное, так и отрицательное влияние на рыночную стоимость, хотя сложно предположить, какими они будут. В обществе мало обсуждают возможные новые факторы именно потому, что в данный момент практически ничего конкретного о них сказать нельзя. Развитие в будущем в общественном представлении должно быть напрямую связано с новейшими технологиями (по крайней мере, так говорят СМИ), а поэтому информация воспринимается, как правило, оптимистично.

Однако в те моменты истории, когда мировая экономика относительно сильна и стабильна, полезно вспомнить, что может негативно повлиять на экономический рост и рост доходов компаний: речь идет о событиях, которые прерывали периоды активного роста прибыли в прошлом и которые могут повториться в будущем. В первом издании книги в 2000 г. я представил длинный список факторов, способных помешать развитию наших рынков. Этот список содержал не риски, которые я считал неизбежными. Это был просто список потенциально возможных проблем. Я включил в него:

внезапное падение покупательского спроса; отсутствие возможностей для развития; провал крупных технологических проектов; возросшую иностранную конкуренцию; возрождение рабочего движения; нефтяной кризис; увеличение налогов на прибыль компаний; новые проблемы, связанные с отдаленными последствиями уменьшения вознаграждения работников и введения системы стимулирующей оплаты труда; снижение трудовой дисциплины и производительности труда; войну (даже между другими странами, подрывающую нашу торговлю и разрушающую условия для стабильной экономической деятельности); террористические акты или даже новую террористическую угрозу, которая затормозит деловую активность; несчастный случай на производстве, который заставит задуматься о том, что некоторые из применяемых технологий опаснее, чем считалось ранее; усиление регламентирующей или антимонопольной деятельности; рост иностранных пошлин или квот на импорт; экономический спад за рубежом; ужесточение норм по охране окружающей среды; коллективные судебные иски против корпораций; нестабильную денежно-кредитную политику; комплексные проблемы, вызванные крахом крупных банков и прочих финансовых институтов; глобальные проблемы, связанные с использованием компьютеров, типа «проблемы 2000» или вирусов, которые невозможно остановить, либо проблемы со спутниковой связью; значительные погодные аномалии; природные катаклизмы и эпидемии.

Подобный список был бы вполне уместен и сегодня. Действительно, с тех пор, как он был составлен, мы уже ощутили на себе воздействие некоторых пунктов, а именно войны, террористических актов, природных катаклизмов (вспомните сильнейшее цунами в Индийском океане).

Учитывая все эти многочисленные факторы, грозящие нарушить нормальное функционирование рынка, мы сегодня, впрочем, как и всегда, оказываемся лицом к лицу с проблемой, заключающейся не только в оценке возможных воздействий на развитие ситуации на рынке (взяты в отдельности, эти факторы малы, и количественной оценке они поддаются с трудом), но также и в оценке вероятности того, что несколько событий, включенных в список, произойдут одновременно, при этом суммарный эффект окажется куда более серьезным. Существуют веские причины полагать, что велика вероятность одновременного возникновения многих проблемных ситуаций, перечисленных в списке, поскольку одна из них провоцирует другие в результате воздействия на общество и экономику. Например, азиатский финансовый кризис 1997–1998 гг. описывают именно так в связи с тем, что произошло слияние ряда факторов: снижение доверия среди иностранных инвесторов, вкладывающих активы в азиатские экономики, крах валютного курса, банковский кризис, крах фондового рынка и кризис, связанный с обнаруженными фактами коррупции в правительстве. Каждый из этих кризисов в действительности поддерживает друг друга; они вовсе не были независимыми факторами в провоцировании окончательного финансового краха.

Справедливость и негодование

Многие из потенциальных причин снижения прибыли, перечисленных выше, имеют непосредственное отношение к изменениям нравственных установок, уровня лояльности и честности в среде инвесторов. В период высокой конъюнктуры рынка, выпавшей на 1990-е гг., открытое недовольство общественности деятельностью корпораций в своей стране было на уровне исторического минимума. Из бизнесменов делали героев, и, несмотря на ряд скандалов, в которые вовлечены были корпорации, этими людьми до сих пор восхищаются. Однако растущее неравенство в распределении прибыли между участниками рынка, а также все более частые упоминания о сказочных богатствах дельцов могут увести общественное мнение, выступающее в защиту деловых кругов, от этой его нынешней позиции.

Согласно расчетам, сделанным экономистом Рэем Фэйром в 1999 г., если рыночные ожидания относительно роста прибыли, измерявшейся тогда в виде коэффициента цена-прибыль, оправдаются и ВВП США вырастет на 4% в год, тогда в 2010 г. доля прибыли компаний (за вычетом налогов) в ВВП страны составит более 12%, что чуть ли не в 2 раза больше показателей 1999 г. и почти вдвое выше ежегодных показателей с 1952 г.³

Едва ли можно представить, что информация о столь значительной части ВВП страны, как прибыли компаний, может быть воспринята общественностью без какого-либо недовольства. Даже несмотря на то, что теперь среди населения США процент держателей акций выше, чем был прежде, у большинства инвесторов их очень мало. По данным на 2001 г., у наименее обеспеченной части населения США акции составляют лишь 0,8% всех активов⁴. Поэтому столь высокие прибыли компаний рассматриваются как возможность для обогащения состоятельных граждан.

Недовольство представителями бизнеса, закончившееся в 1901 г. бумом «общности интересов» (см. главу 6), спровоцировало создание сильного антимонопольного законодательства и системы регулирования деятельности корпораций, а подобное недовольство после 1929 г., способствовавшее росту социалистических и коммунистических настроений, спровоцировало неопределенность и нестабильность в экономике 1930-х гг.

Конгресс США, выступающий в поддержку бизнеса, снизил налог на доходы корпораций, а администрация Буша создала все условия, чтобы компаниям проще было уходить от уплаты налогов. Но нельзя допустить, чтобы так продолжалось вечно; снижение налогов на доходы корпораций всегда подразумевает риск ответной реакции со стороны общественности.

Снижение затрат не может продолжаться бесконечно. Снижение затрат за счет увольнения работников — достаточно противоречивый шаг, за которым вполне может последовать реакция со стороны политиков, как, например, повышение налогов для корпораций. Такие действия также могут нанести удар и по объемам прибыли до уплаты налогов в будущем. Лучший способ повысить краткосрочную прибыль в ущерб долгосрочной заключается в замене качественного (а значит, высокооплачиваемого) сотрудника другим человеком, чья квалификация будет достаточно, чтобы выполнять работу на приемлемом уровне, но в долгосрочной перспективе его непрофессионализм обязательно проявится.

На сегодняшний день ответная реакция общественности на рост прибылей корпораций заключается преимущественно в наблюдении за скандалами, в которые оказываются вовлечены компании; в будущем общественность должна занять более активную позицию, что поможет сдерживать рост корпоративной прибыли. Действия, направленные на снижение затрат, также предпринимаются по причинам, о которых не принято распространяться. Они вошли в моду во времена, когда компании отчаянно пытались сохранить имидж успешных организаций, поскольку на фондовом рынке курс их акций стремительно падал.

Недовольство, которое испытывают компании из других стран по отношению к США, представляет собой еще один фактор, ограничивающий рост прибылей американских корпораций, а также международных компаний, имеющих отношение к этой стране. Превосходство американских компаний в сфере высоких технологий очевидно во всем мире. За последние годы многочисленные громкие заявления об успехах американских предприятий долетели до людей, живущих за пределами США. Например, Интернет на сегодняшний день — это своего рода символ всего нового и увлекательного в области технологий, и именно американские компании, разработчики ПО, доминируют во многих сегментах рынка — от веб-браузеров и поисковых систем до интернет-провайдеров. Название американской компании Microsoft появляется на мониторах компьютеров миллионов людей по всему миру, когда они загружают Windows, чтобы выйти в Интернет. Неужели это не заставит жителей других стран почувствовать себя лишенными доступа к таким технологиям?

Лидерство США в области высоких технологий может показаться совершенно необоснованным. Но как Microsoft приобрел столь безграничное господство? Так или иначе, но эту компанию часто называют беспощадной и жадной. Почему же в сфере интернет-технологий доминируют США? В конце концов, Всемирная сеть была изобретением европейским, созданным в своем первоначальном виде британским и бельгийским учеными, работавшими в лаборатории в Швейцарии. Однако, включая компьютеры, мы не видим на мониторе их имен.

Неприязнь, которую испытывают к США и ее ближайшим союзникам, а также к их развитой системе свободного предпринимательства, может иметь и морально-этический подтекст: люди, живущие в странах, не столь сильных с точки зрения экономики, задумываются о том, что, возможно,

не слишком хорошая экономическая ситуация в их странах обусловлена их большим вниманием, как общества в целом, так и отдельных людей, к понятиям справедливости, честности и общечеловеческим ценностям. Если подобное основание для неприязни укоренится в сознании общественности, могут усиливаться попытки соперничать с США либо устранить международные компании, рассматриваемые как американские или связанные с Америкой.

Демонстрируя другой аспект своего господства в области высоких технологий, США использовали свою новейшую военную технику в Персидском заливе в 1991 г., в Косово — в 1999 г., в Афганистане — в 2002 г., и в Ираке — в 2003 г. Эти действия показали возможность и готовность применить технологии, чтобы безнаказанно убивать огромное количество людей, не неся при этом больших потерь со своей стороны. Возмущение Китая в связи со случайным попаданием американских снарядов в здание их посольства в Белграде наглядно демонстрирует реакцию зарубежных стран.

В период азиатского финансового кризиса именно экономику США представляли как образец для подражания ненадежным азиатским экономистам. Многие экономисты, которые давали тогда рекомендации, получили образование в США. И хотя эти рекомендации носили конструктивный характер, действия американцев в период азиатского кризиса имели некоторый негативный подтекст.

Взросшее недовольство деятельностью американских корпораций как внутри страны, так и за ее пределами может усилить вероятность некоторых событий, перечисленных выше как потенциальные угрозы росту прибылей. Слово «недовольство» не относится к терминам, применяемым финансовыми экономистами, однако именно оно было мощной силой в истории.

Общие пределы роста

Мир развивается, и с его развитием количество загрязняющих атмосферу выбросов также увеличивается. Обеспокоенность их вредным воздействием была настолько сильна, что в подписанном в 1997 г. Киотском протоколе указали 38 промышленно развитых стран, которые в период с 2008 по 2012 г. должны были снизить выбросы углекислого газа и прочих парниковых газов в среднем на 5,2% по сравнению с 1990 г. Протокол призывал к созданию схемы всемирной торговли выбросами, которая установит на них рыночную цену и будет способствовать соответствующему распределению обязательств по контролю над выбросами. Несмотря на то что Австралия и США не ратифицировали протокол, сейчас он мог бы вступить в силу, поскольку Россия утвердила его в 2004 г., выполнив требование об одобрении его странами, осуществляющими порядка 55% выбросов вредных веществ в мире. Однако, учитывая, что Китай и Индия в протокол не включены, а США его не ратифицировали, очевидно, что главные проблемы решены не будут.

По оценкам экономистов, при полном исполнении Киотского протокола без корректировок экономические затраты в текущих ценах составят \$1,5 трлн, которые лягут на плечи в первую очередь развитых стран⁵. Однако проблемы, которые будут доставлять попытки мирового сообщества контролировать выбросы, могут оказать куда более сильное воздействие. По мнению некоторых экспертов, ограничений, предложенных в Киотском протоколе, недостаточно для того, чтобы справиться с проблемой выбросов парниковых газов. В 1995 г. Межправительственная комиссия ООН по изменению климата призвала к немедленному снижению выбросов парниковых газов на 50–70%. Но их объем продолжал быстро увеличиваться — в основном за счет развивающихся стран.

Невозможно заранее предсказать, во что в итоге выльются для отдельных людей и для организаций все эти попытки ограничить выбросы либо попытки справиться с другими глобальными «ограничителями» экономического роста. Тем не менее если принять во внимание неизбежные конфликты, поскольку менее развитые страны пытаются следовать по пути более развитых, а значит, приумножают проблемы окружающей среды, грандиозный рост прибылей в будущем, который оправдал бы недавние «достижения» фондового рынка, кажется менее вероятным.

Подобные размышления о международном недовольстве богатыми экономистами и ограничения дальнейшего роста подвергают сомнению расхожее предположение о том, что перспективы доходности фондового рынка останутся по-прежнему радужными.

Что нам теперь делать?

Несмотря на значительную понижающую коррекцию, которую переживает фондовый рынок США и других стран с 2000 г., он, как мы уже отмечали, остается на достаточно высоком уровне. Более того, рынки жилья многих стран переживают бум. Если в ближайшие годы фондовый рынок продолжит падать или рост на рынке недвижимости внезапно прекратится, частные лица, организации, целевые фонды колледжей и прочие получатели экономической выгоды от рынка почувствуют, что стали беднее все вместе на триллионы долларов.

В первом издании этой книги я предупреждал читателей о том, что фактические потери на фондовом рынке могут быть сопоставимы с потерями от полного разрушения всех школ в стране, или всех ферм в стране, или, возможно, даже всех домов в стране. С тех пор как была опубликована книга, фондовый рынок США потерял более \$6 трлн, что равняется примерно 60% общей стоимости жилой недвижимости на момент публикации книги⁶. Убыток компенсировался за счет роста стоимости их недвижимости. Однако возможны потери такого же масштаба и в будущем, и в этом случае неизвестно, компенсирует ли их рост цен на какой-то другой класс активов.

Можно сказать, что дальнейшее падение фондового рынка или рынка недвижимости не принесет абсолютно никакого ущерба, поскольку в результате снижения рыночной стоимости физически ничего не разрушается: это не более чем изменения на бумаге и у нас в головах. Можно предположить также, что, если фондовый рынок вновь снизится наполовину, мы лишь вернемся на 10 лет назад с точки зрения рыночной стоимости акций. Но проблема в том, что убытки не будут распределяться равномерно. Участники рынка, сумевшие удержаться до нового периода расцвета, «облегчат» свои запасы акций и сумеют сохранить доходы, остальные же, недавно вышедшие на рынок, понесут убытки. Аналогично убытки из-за падения рынка жилья не будут распределяться равномерно из-за того, что у всех у нас разная степень рисков. Таким образом, значительный упадок рынков сделает некоторых действительно бедными, в то время как другие останутся очень богатыми.

Можно представить, какое влияние на нас могут оказать те люди, которые стали слишком зависимы от инвестиций в акции или недвижимость и настроены чересчур оптимистично относительно их перспектив. Те, кто инвестирует в инструменты фондового рынка и недвижимость лишь небольшую часть своих сбережений, могут посчитать, что этого будет недостаточно для оплаты, к примеру, учебы детей в колледже, если действительная стоимость портфеля ценных бумаг сильно не дотянет до возросшей стоимости высшего образования. Возможно, детям придется взять большой кредит на обучение или устроиться на полставки и выполнять на какую-нибудь неблагодарную работу, чтобы оплачивать учебу. Либо они выберут более короткий карьерный путь, отказавшись от мечты стать медиком, юристом и т.п. Они могут решить вообще не поступать в колледж.

Другие, чуть постарше, могут обнаружить, что их карьера или амбиции мешают реализации их планов. При недостатке финансов необходимость поддерживать доходы на достаточном уровне и выполнять каждодневные обязанности потребует времени и энергии, которые они надеялись посвятить саморазвитию.

Люди, которые практически ничего не накопили к моменту выхода на пенсию, надеясь на свои инвестиции в пенсионные планы, могут обнаружить, что планы наряду с социальным обеспечением не гарантируют им достаточно комфортные условия жизни на пенсии. «Поразительная сила» совокупной доходности, которая стала своеобразным символом веры для многих людей, неприменима, когда доходность не является приоритетом. Таким образом, тем, у кого недостаточно сбережений, придется самостоятельно добывать себе пропитание в мире, где и так много пожилых людей зависят от молодых. Возможно, им придется жить очень просто, что означает — сидеть дома.

Колледжи и целевые фонды, инвестирующие преимущественно в акции, могут в один прекрасный момент обнаружить, что их возможности выполнять свои задачи резко сократились. Рассмотрим, например, фонд Форда, опубликовавший в 1969 г., практически в момент, когда фондовый рынок был на пике, важный отчет, в котором настоятельно рекомендовалось больше средств образовательных целевых фондов инвестировать именно в акции, чтобы получать бóльшую выгоду. Фонд последовал своему собственному совету и в результате краха рынка в 1974 г. потерял так много, что его

финансовые ресурсы сократились с \$4,1 млрд до \$1,7 млрд. Фонд уменьшил свои ежегодно выдаваемые гранты с \$177 млн в 1973 г. до \$76 млн в 1979 г. Хотя фонд продолжил спонсировать программы, направленные на борьбу с бедностью, его гранты университетам на проведение исследований, университетские программы обмена, а также гранты деятелям искусств значительно уменьшились.

Рочестерский университет, отмеченный в отчете 1969 г. за свою активную позицию относительно инвестиций в инструменты фондового рынка, также сильно пострадал; с 1973 по 1974 г. он потерял половину своих фондов⁷. Абсолютно то же самое, или даже хуже, произошло бы сегодня с организациями и университетами, в чьем портфеле акции занимают слишком большую часть.

Итак, что же делать теперь инвесторам, их советникам и общественности? Предпринять можно многое, причем вполне конкретное.

Прежде всего инвесторы должны диверсифицировать риски

Естественным первым шагом для многих, в зависимости от текущих активов и обстоятельств, будет сокращение инвестиций в акции для сбалансирования портфеля. Сегодня как никогда актуально утверждение о том, что чрезмерная зависимость от инвестиций в какие-то одни активы вредна и нежелательна. В настоящее время каждый из нас может диверсифицировать свои вложения.

Очень трудно советовать частным и институциональным инвесторам покинуть фондовый рынок. Если бы такому совету последовало большинство участников рынка, то это бы вызвало очень сильное падение последнего. Фактически мы не можем все одновременно уйти с рынка. Мы можем только кому-то продать наши акции. Кто-то должен остаться на рынке и держать акции, находящиеся в обращении. Несчастные, купившие акции на растущем рынке, уже совершили ошибку, и мы ничем не можем им помочь.

Но всем участникам рынка вполне реально диверсифицировать свои риски: те, у кого в портфеле слишком много определенных акций, могут продать часть тем, в чьем портфеле таковых не так много. Мы можем продать излишки акций наших компаний иностранцам, которые, в свою очередь, могут продать нам излишки акций своих компаний. То же самое касается и больших рисков, связанных с инвестициями в недвижимость, которые можно снизить, уменьшив размер своих домов или скорректировав свой инвестиционный портфель, и тем самым сократить общие риски инвестиций в жилье.

Необходим работающий план увеличения сбережений

Кроме того, каждый может увеличить норму сбережений, т.е. выделять еще большую часть прибыли на инвестиции. Частные инвесторы должны разработать для этого план сбережений. Фондам и колледжам следует рассмотреть возможность снижения размера выплат из собранных средств.

Оптимистические настроения, связанные с растущим фондовым рынком, совпали со снижением нормы личных сбережений, которая снизилась за последние 20 лет в большинстве стран мира⁸. Подобное снижение особенно опасно, поскольку правительства этих стран также все чаще вынуждены жить в условиях бюджетного дефицита, добавляя к этой проблеме расходы правительства сверх дохода. Но данной проблеме едва ли уделяют то внимание, которого она заслуживает⁹.

Частным инвесторам следует значительно увеличить норму сбережений. Если это не произойдет одномоментно, то это не должно негативно отразиться на экономике в целом. Наоборот, в долгосрочной перспективе ее развитие будет более энергичным.

С увеличением продолжительности жизни благодаря прогрессу в медицине с одновременным сокращением численности молодого населения общество уже в ближайшем будущем столкнется с серьезной проблемой обеспечения поддержки пенсионеров. Люди сегодня должны быть готовы по выходе на пенсию жить за счет своих сбережений еще 20, 30 лет и даже больше. Если учесть, что все, кто так или иначе следит за новостями, знают о росте доли пожилого населения, остается большой загадкой, почему норма сбережений сокращается, а не растет. По всей видимости, в какой-то степени это связано с иррациональным оптимизмом.

По той же самой причине колледжи и целевые фонды, инвестирующие в фондовый рынок, должны рассмотреть возможность существенного снижения выплат. Когда на фондовом рынке пузырь был надут до предела, многие призывали грантодателей делать обратное. Например, Национальная ассоциация грантодателей (National Network of Grantmakers), объединяющая прогрессивные фонды, в своем отчете за 1999 г. убеждала коллег увеличить свои выплаты с 5% активов, как предписано законодательством США, до 6%¹⁰. Университеты, чьи фонды целевых пожертвований быстро увеличивались благодаря росту фондового рынка и взносам выпускников, призывали активнее расходовать эти средства. Для целевых фондов, имеющие слишком большие фондовые риски, подобные рекомендации были более чем ошибочны¹¹. К счастью, после падения рынка такого рода призывы сразу сошли на нет. Наоборот, фондам необходимо советовать *сократить* выплаты, если только последние не служат инвестициями в будущее.

Стоимость акций, обращающихся на фондовом рынке, с 2000 г. уменьшилась примерно на половину годового национального дохода. Чтобы компенсировать последствия такого спада, необходима достаточно большая дополнительная экономия. Например, если мы собираемся возместить потери от спада за десять лет, без учета возможной высокой нормы прибыли и начисляемого сложного процента, то в этом случае мы должны экономить дополнительно примерно 5% наших доходов до уплаты налогов каждый год. Но этого не происходит.

Психологическая реакция на такие потери в плане благосостояния, скорее всего, не будет направлена на их восполнение за счет экономии, как этого можно было бы ожидать. Большинство людей, кажется, не тратят много времени на размышления и разговоры о том, какую часть своих доходов отложить. Это очень странно с точки зрения поведения человека, так как решение о том, сколько откладывать на собственное будущее, — очень важный момент в жизни человека. Я попросил своего научного ассистента поискать статьи с советами, сколько необходимо откладывать в текущих экономических условиях и в более ранние годы. Меня поразили результаты — за все эти годы на эту тему было написано очень мало статей.

Шломо Бенарци и Ричард Талер разработали мудрый план по увеличению нормы сбережений, в центре которого были определенные человеческие недостатки, которые часто мешают откладывать деньги на завтрашний день. По их мнению, привычка и инерция, а также нехватка самоконтроля — главные препятствия на пути к увеличению сбережений. Им удалось убедить ряд американских компаний запустить для своих сотрудников план «Отложи завтра еще больше» (Save More Tomorrow, SMT). Сотрудников компании — участников плана — просят дать системе возможность перечислять часть их будущей надбавки к зарплате на сберегательный счет. Главная идея в том, что участие в этом плане не требует менять привычки в расходовании средств сегодня, а просто замедляет темпы роста расходов. Бенарци и Талер обнаружили, что после нескольких лет участия в такого рода планах норма сбережения значительно увеличивается¹².

Работники не должны ждать, пока их работодатель запустит у себя план SMT. У всех должна быть возможность индивидуально откладывать часть своей надбавки к зарплате в течение какого-то времени, если после поступления этих денег на счет они становятся неприкосновенным запасом. Кроме того, в периоды больших трат (покупка дома или новой машины) необходимо рассмотреть возможность снижения «аппетитов», чтобы не попасть в ситуацию, когда большая часть зарплаты автоматически уходит на потребительские расходы.

Пенсионные планы должны строиться на разумной основе

Начиная с момента достижения рынком дна в 1982 г. рост популярности пенсионных планов с фиксированными взносами, спонсируемых работодателем (когда компания делает взносы в инвестиционный фонд за сотрудника), по сравнению с более старыми пенсионными планами с фиксированными выплатами (когда компания гарантирует определенных размер выплат работнику по выходу его на пенсию) обозначил уход от разделения ответственности за будущее пенсионеров в сторону стремления переложить эту ответственность на самих пенсионеров. В Соединенных Штатах пенсионные планы типа 401 (k) были разработаны, чтобы дать простым людям возможность

экономически защитить себя при выходе на пенсию, стимулируя их подражать стратегиям формирования портфеля, используемым уже долгое время состоятельными гражданами; эти же идеи лежат в основе принятия подобных планов и в других странах. Но обычно мало внимания обращают на то, что у состоятельных граждан, владеющих другим объемом активов, меньше причин волноваться из-за значительных потерь при падении рынка.

Переход на пенсионные планы с фиксированными взносами во многих отношениях был позитивным изменением, поскольку старые планы с фиксированными выплатами обычно не индексировались относительно величины инфляции (странная и труднообъяснимая ошибка нашего общества, которая не прибавляет уверенности в том, что лучше доверить управление своими деньгами институциональным специалистам)¹³. Участники планов с фиксированными выплатами, выйдя на пенсию, через несколько лет часто сталкиваются с тем, что инфляция съела существенную долю реальной стоимости их пенсии.

Но даже при том, что переход на планы с фиксированными взносами устранил эту проблему, в результате что-то было утрачено, а именно чувство общей ответственности за уровень жизни пенсионеров. Хорошо проработанные планы с фиксированными выплатами служат пенсионерам средством управления рисками и в этом качестве позволяют им снизить риски, что особенно важно для малообеспеченных людей. Теперь участникам пенсионных планов фактически говорят: выберите инвестиционные инструменты (для пенсионных взносов) и рискните. Как мы уже убедились, обычно у них очень широкий выбор, включая разные варианты инвестиций на фондовом рынке: таким образом (мы обсуждали это в главе 3) участников планов подталкивают инвестировать именно в фондовый рынок.

Планы, предлагающие инвестировать в государственные индексированные облигации, встречаются крайне редко, и это несмотря на то, что такие облигации являются безрисковыми. Эти облигации были бы очевидным выбором для людей, планирующих выход на пенсию, и намного лучше, чем фондовый рынок. Их преимущества особенно важны для людей с низким доходом. Со стороны же работодателей или государства необходимо определенное стимулирование участников планов инвестировать свои пенсионные деньги в облигации или же включить последние в пенсионные планы типа 401 (k). Сегодняшняя институциональная структура никак не поощряет работодателей проявлять инициативу, предоставляя только стандартные возможности, которые предлагают планы с непременным использованием инструментов фондового рынка.

Кроме того, варианты инвестиций плана, которые выбирают участники, плохо диверсифицированы. В Соединенных Штатах в начале 1990-х средства пенсионных планов 401 (k) инвестировались в большинстве своем в гарантированные инвестиционные контракты — предлагаемый страховыми компаниями инвестиционный инструмент с фиксированной доходностью, но не индексированный на инфляцию. Репутация таких контрактов была запятнана несколькими неплатежами в начале 1990-х гг., которые показали, что доход по ним отнюдь не гарантирован. Это совпало со шквалом рекламы, в которой эксперты говорили, что люди мало инвестируют в инструменты фондового рынка. С того времени и вплоть до пика фондового рынка тренд в распределении средств между инвестиционными инструментами среди участников планов был направлен именно в сторону фондового рынка. С 2000 г. доля инвестиций в акции сократилась, но ненамного. Согласно выводам Института инвестиционных компаний (Investment Company Institute) и Института исследований выплат сотрудникам (Employee Benefits Research Institute), в 2003 г. как минимум две трети всех средств пенсионных планов 401 (k) были инвестированы в фондовый рынок¹⁴.

Из-за того что в планах 401 (k) существенную долю составляют инвестиции в инструменты фондового рынка, его резкое падение имело бы серьезные последствия для многих пенсионеров. Учитывая, что по большей части социальные пенсии мизерны и у пенсионеров, как правило, ничего больше нет, кроме их пенсионного плана, дома и социальной пенсии, подобные снижения на рынке незамеченными бы не прошли¹⁵.

И все же любопытно, что все игнорируют этот риск и мало кто бьет тревогу. Если на то пошло, то говорят еще и следующее: проблема якобы состоит в том, что некоторые участники плана недостаточно инвестируют в акции и, таким образом, из-за чрезмерного консерватизма упускают

возможность для выгодных инвестиций.

Управляющие планов 401 (k) обычно не консультируют сотрудников компании, как им лучше распределить свои средства между разными инвестиционными инструментами. До выхода в 1996 г. постановления Министерства труда США фактически было очень трудно легально давать какие-либо советы относительно пенсионных планов, поскольку могли возникнуть проблемы с ответственностью¹⁶.

Теперь участников планов будут время от времени предупреждать о необходимости диверсификации инвестиций, но, как мы уже видели, подобные предупреждения малоэффективны. Общей установкой государственной политики было уважение выбора участников, так как у людей имеются свои веские причины инвестировать значительную часть денег в акции, или же их суждения носят сугубо личный характер и не связаны с мифами, рожденными массовой культурой, о том, что акции — это верный способ заработать.

Современная политика, которая дает участникам право выбора и при этом не предупреждает о необходимости диверсификации, порождает серьезные ошибки. Но сегодняшнее отношение к рынку заставляет пенсионные планы давать людям то, что они хотят, а не дружеские советы. В конечном счете такая ситуация — это результат политики правительства, которая поощряла переход к пенсионным планам с фиксированными взносами, а не стимулировала совершенствование планов с фиксированными выплатами путем их индексации.

Государственные структуры, ответственные за пенсионные планы — включая американскую Корпорацию пенсионных гарантий (Pension Benefit Guarantee Corporation) и британский Пенсионный гарантийный фонд (Pension Protection Fund) — должны выступить против излишнего доверия к инвестициям в акции. В качестве альтернативы им следует рекомендовать активнее диверсифицировать риски и предлагать направлять значительную часть средств в защищенные инвестиционные инструменты, такие как государственные индексируемые облигации. Они должны продвигать пенсионные аннуитеты, индексируемые на инфляцию, и убеждать людей переходить на такой вариант пенсионного дохода. Со многих точек зрения было бы лучше, особенно для малообеспеченных работников, заменить корпоративные пенсионные планы на прежние планы с фиксированными выплатами, если они имеют соответствующее индексирование и гарантию. Индексацию можно проводить в соответствии с индексом потребительских цен, размером национального дохода на душу населения или используя и то и другое¹⁷. В будущем, когда у потенциальных пенсионеров появится больший выбор контрактов по управлению рисками, работодатели должны посоветовать своим работникам воспользоваться их преимуществами.

Система социального обеспечения должна быть усовершенствована

Уже много раз звучали предложения о том, чтобы инвестировать по крайней мере, часть средств пенсионных трастов в акции. Они были особенно настойчивыми, когда ближе к 2000 г. фондовые рынки всего мира почти достигли своего пика. Находясь под впечатлением от высокой доходности рынка, люди начали задаваться вопросом, а почему они заработали намного меньше на своих пенсионных отчислениях, чем могли бы заработать, если бы участвовали в планах с фиксированными взносами; и почему им не позволили инвестировать свои отчисления в акции. Если бы правительство, не важно какой страны, реализовывало такие предложения в полном объеме, оно поставило бы под угрозу существование других важных национальных институтов распределения рисков.

Системы социальной защиты во всем мире можно рассматривать как некую давнюю установку государства, что одно поколение частично несет риски другого поколения. Молодые люди всегда испытывают чувство долга перед стареющими родителями, которые в свое время заботились о них. Таким образом, люди средних лет часто заботятся одновременно как о своих детях, так и о пожилых родителях. Вследствие того что подобные обязательства диктуются моралью и чувствами, а не правовыми отношениями, эта старая семейная система всегда поощряла определенное эффективное разделение рисков между поколениями. Человек обычно делил свое внимание между своими детьми, находящимися на иждивении, и пожилыми родителями, удовлетворяя собственные потребности и

относительные потребности родственников — не следуя букве закона, а по велению сердца. Если пожилые больше нуждались в заботе, так как были больны, мало обеспеченны или очень преклонного возраста, то они и получали пропорционально большую часть семейных ресурсов, и наоборот. Таким образом, риски распределялись между поколениями.

Проблема семейной схемы как экономического института распределения рисков состоит в том, что она ненадежна. Участники могут умереть молодыми, стать недееспособными или безответственными в возрасте, когда они должны уже начать заботиться о других. В качестве решения проблемы и была создана система социальной защиты, которая заменила неофициальные «соглашения» между членами семьи официальными договорными обязательствами между поколениями в целом.

В Соединенных Штатах (как и во многих других странах) система социального обеспечения занимается перераспределением получаемых отчислений от работающих среди пенсионеров, т.е. эти средства никуда не инвестируются, а идут на финансирование текущих пенсий. Этим система социального обеспечения похожа на традиционную семейную систему, где также нет никакой инвестиционной составляющей. В самом деле, в традиционной семейной системе не откладывают «на старость», поскольку у людей, как правило, нет подходящих надежных вариантов инвестиций на столь долгий срок — почти в целое поколение. Сегодня, когда общество слишком верит в рынок, нам кажется, что такие варианты для инвестиций есть — это акции. По сути же, мы, сами того не понимая, возвращаемся назад в прошлое. Акции не так уж и надежны.

Хотя частные лица в Соединенных Штатах и в других странах, число которых постоянно растет, могут инвестировать в индексированные облигации, представляющие собой абсолютно надежный вариант инвестиций, однако такие облигации для общества в целом не являются хорошим вариантом, так как их чистая доходность равна нулю. Надежность индексированных государственных облигаций заключается в том, что налогоплательщики гарантируют выплату налогов. В целом же ни в одной стране нет абсолютно надежных вариантов инвестиций, потому что на состояние экономики влияет огромное множество факторов, которые могут привести к ее дестабилизации. Если ситуация в экономике примет плохой оборот и объем национального дохода начнет снижаться, то занятое население испытает на себе все «прелести» повышения налогов, так как государству необходимо поддерживать систему финансирования гарантированных социальных пенсий, и, таким образом, это еще больше усилит спад экономической активности. Не имеет смысла защищать одну категорию граждан от влияния возникающих спадов в экономике, перекладывая все на плечи другой категории.

Создание национальных систем социального обеспечения в Европе в конце XIX в. и в Соединенных Штатах в 1930-х гг. часто описывается как источник неожиданных доходов для первого поколения пенсионеров, которые таким образом получили намного больше, чем смогли отложить. Но какой-либо очевидной выгоды для них не было, так как необходимо учитывать и одновременное снижение поддержки со стороны семьи в связи с появлением государственного финансирования. «Неожиданные доходы» первого поколения, вероятно, были компенсированы уменьшением заботы, проявляемой со стороны их детей. Последние делали пенсионные отчисления вместо того, чтобы тратить время и силы на заботу о своих родителях. Таким образом, система социального обеспечения просто частично взяла на себя заботу о пожилых родителях этих молодых людей, не изменив ее сути, но сделав ее единообразной и гарантированной.

Однако подобные плюсы системы социального обеспечения приводят к потере баланса между потребностями поколений. Теперь все подчинено системе определенных шаблонов, и в правительстве такие вопросы обсуждают весьма абстрактно, не принимая во внимание прямых доказательств относительных потребностей, которые в условиях семейной поддержки видны невооруженным глазом. При обсуждении политики по данному вопросу практически нет шансов увязать его решение с относительными потребностями и возможностями поколений, и семья в итоге остается главным институтом распределения рисков между поколениями.

Было бы серьезной ошибкой заменить, как предлагают некоторые политики, сегодняшнюю систему социального обеспечения на пенсионные планы с фиксированными взносами для инвестирования средств, аккумулируемых в рамках этих планов, в инструменты фондового рынка, или

даже на планы, которые давали бы частным лицам возможность самим выбрать, куда вкладывать. Такие планы должны прийти на смену текущим социальным обязательствам перед пенсионерами — с расчетом, что финансовые рынки и в будущем будут столь же доходны, как и раньше. К счастью, в большинстве серьезных предложений говорится только об инвестировании разумной доли средств пенсионных трастов в инструменты фондового рынка¹⁸.

Реформа системы социального обеспечения по всему миру должна идти по пути не инвестирования средств трастов на фондовом рынке, а создания системы, которая бы эффективнее учитывала экономические риски и способствовала их правильному распределению среди различных групп населения. Размеры фиксированных взносов и выплат должны все время варьироваться в зависимости от относительных потребностей работающего населения и пенсионеров. И взносы и выплаты должны индексироваться, но не на величину индекса потребительских цен, а скорее на величину национального дохода на душу населения. Мы должны создать такую систему социального обеспечения, которая была бы справедливой и гуманной, как система внутрисемейной поддержки, и которая распределяла бы риски таким образом, что никому в обществе не пришлось бы нести на своих плечах непосильное бремя расходов¹⁹.

Денежно-кредитная политика должна мягко «сдувать» пузыри

Были случаи, когда жесткая денежно-кредитная политика приводила к резкому схлопыванию пузырей на фондовом рынке. Например, 14 февраля 1929 г. ФРС подняла учетную ставку с 5 до 6% с целью обуздать спекуляцию. В начале 1930-х гг. ФРС продолжала предпринимать меры по ужесточению денежно-кредитной политики и столкнулась с тем, что первоначальный спад деловой активности вылился в сильнейший за всю историю обвал фондового рынка, а рецессия — в серьезную депрессию.

В Японии на пике национального фондового рынка с мая 1989 г. по август 1990 г. Банк Японии поднял учетную ставку с 2,5 до 6% якобы для стабилизации ситуации на финансовых рынках (считалось, что они уже были переоценены вследствие проводимой мягкой денежно-кредитной политики), а также стабилизации иены. Трудно отделаться от мысли о возможной связи между действиями Банка и последовавшим обвалом фондового рынка и серьезной рецессией²⁰.

Хотя точные причинно-следственные связи почти невозможно проследить в этих драматичных примерах, одно действительно понятно — политика процентных ставок влияет на всю экономику самым серьезным образом и не нацелена исключительно на борьбу со спекулятивными пузырями, в которой ее можно было бы использовать. Это больше похоже на лучевую терапию, чем на использование хирургического лазера. Кроме того, надувание спекулятивного пузыря — такого, как мы наблюдаем сегодня, — долгий и медленный процесс, в ходе которого происходят постепенные изменения во взглядах людей. При этом небольшие корректировки процентных ставок не будут иметь какого-либо предсказуемого влияния на общественное мнение; значительные же изменения в состоянии это сделать, но только потому, что потенциально они могут оказать разрушительное воздействие на экономику в целом.

Великая депрессия 1930-х гг. в значительной степени была результатом действий чиновников, отвечающих за денежно-кредитную политику, которые пытались с помощью процентных ставок стабилизировать ситуацию на спекулятивных рынках, хотя они нацеливались, главным образом, не на фондовый рынок, а на валютный. Страны пытались сохранить систему фиксированных валютных курсов, привязанных к золотому стандарту. Те страны, которые сдались раньше всех и бросили все силы на защиту своей валюты, первыми вышли из депрессии²¹.

Небольшое, но символическое, увеличение процентной ставки Центральным банком или иным органом с аналогичными функциями в тот момент, когда рынки, по их мнению, слишком переоценены, полезно, если сопровождается публичным заявлением, что оно направлено на ограничение спекуляций. В целом же власти не должны пытаться «проткнуть» пузырь, используя агрессивные меры по ужесточению денежно-кредитной политики.

Предложения по стабилизации должны исходить от авторитетных экспертов

Проверенный способ ограничения спекуляций на финансовых рынках заключается в том, чтобы неформальные лидеры и авторитетные эксперты постарались привлечь внимание общественности к случаям явной недооценки или переоценки активов. Этот подход неоднократно использовался в истории наших финансовых рынков, хотя и с переменным успехом.

Во время обвала фондового рынка 1907 г., который совпал с банковской паникой в октябре того же года, национальные авторитетные эксперты в области финансов сделали ряд публичных заявлений, в которых выразили уверенность в рынках, подчеркивая, что готовы рискнуть собственными деньгами, инвестируя в них. Джон Рокфеллер заявил: «Лично я абсолютно уверен в том, что наши акции сохраняют свою ценность в будущем и что для этого есть самые серьезные основания». Он и Джон Пирпонт Морган создают пул банкиров для поддержки банков с помощью кредитов. В «черный четверг», 24 октября 1929 г., пять самых влиятельных банкиров страны встретились в офисе компании покойного Моргана и подготовили совместное заявление об «устойчивости основ фондового рынка»²².

Хотя они и словом не обмолвились относительно своих планов покупки тех или иных акций, их заявление было интерпретировано как утверждение, что они будут. Эту попытку стабилизировать рынок нельзя назвать успешной.

Буквально через несколько дней, 28–29 октября 1929 г., случился обвал фондового рынка. На пути к каждому из трех главных пиков фондового рынка, упомянутых в этой книге, с момента создания Федеральной резервной системы — а именно к пикам 1929, 1966 и 2000 гг. — стояло озвученное главой ФРС предупреждение о переоцененности рынка. Повышение процентной ставки 1929 г., о котором мы уже говорили, было заявлено как шаг, направленный на ограничение спекуляций на рынке. Следующий пик американского фондового рынка — 1966 г. — почти совпал с заявлением председателя Федеральной резервной системы Уильяма Макчесни Мартина в 1965 г., в котором тот отметил «пугающие параллели» в экономике тогда и экономике 1920-х гг. накануне Великой депрессии. Как один из примеров такой параллели он указал растущую популярность в обществе идеи «эры новой экономики»²³.

После этого никто из глав ФРС не делал подобного рода заявлений с предупреждениями, пока в декабре 1996 г. Алан Гринспен не выступил со своей знаменитой речью об «иррациональном оптимизме», т.е. как раз перед началом следующего периода очень быстрого роста рынка. Кажется, что председатели ФРС просто приберегают свои публичные заявления о ценообразовании на рынке до наступления таких моментов, когда налицо явный перекося в оценке активов. Невозможно оценить успешность таких заявлений, направленных на то, чтобы успокоить рынок, и мы не знаем, насколько волатилен был бы рынок в противном случае.

Вероятно, в подобных действиях центральных банков заключается одна из их ролей. Если они по-настоящему не заинтересованы в озвучивании своего мнения, но их считают «настоящей совестью» рынка, их заявления будут иметь незначительный стабилизирующий эффект.

Институты должны поддерживать конструктивную торговлю

В качестве одного из часто используемых методов снижения волатильности рынка применяют закрытие рынков в моменты резких колебаний курсов. «Предохранители», используемые на фондовых биржах, — яркий пример такого подхода. В соответствии с Правилем 80В, действующем на Нью-Йоркской фондовой бирже, при падении промышленного индекса Dow Jones на 10% от цены закрытия предыдущего дня до 14.00 торги останавливаются на один час, при падении на 20% до 13.00 — на два часа, при падении на 30% в любое время в течение операционного дня — торги прекращаются до конца дня. Подобная приостановка торгов дает инвесторам возможность перевести дух и взвесить ситуацию, препятствуя таким образом возникновению всеобщей паники. Однако это не означает, что подобные действия могут в значительной степени помочь утихомирить колебания курсов в течение дня. В конце концов, два крупнейших обвала фондового рынка в истории — в октябре 1929 г. и в октябре 1987 г. — произошли в понедельник, после перерыва в целых два выходных дня с момента

падения курсов в предыдущий торговый день.

Другим примером намеренного приостановления торговых операций для предотвращения спекулятивных пузырей служит правило «плюс тик», касающееся коротких продаж. Комиссия по ценным бумагам и биржам США в течение продолжительного периода времени требовала, чтобы короткие продажи осуществлялись только в ситуации роста акций, т.е. исключительно при условии, что цена последней сделки превышает цену предыдущей.

Однако все эти меры по приостановлению торгов на какие-нибудь секунды, минуты, часы или дни не оказывают непосредственного влияния на долгосрочное изменение курсов, которые представляют собой по-настоящему серьезные сдвиги в курсах акций. Вероятно, скрывая от общественности информацию о больших краткосрочных колебаниях курсов, удастся избежать острой реакции людей и предотвратить формирование долгосрочных трендов цен — результат ярких воспоминаний о действительно больших изменениях рынке в течение одного торгового дня. Значительные колебания в течение дня становятся центральной темой обсуждений, СМИ поднимают вокруг них шумиху и забывают очень нескоро, особенно в том случае, если был побит какой-либо новый рекорд. С другой стороны, нам действительно очень мало известно о том, каким образом краткосрочная приостановка торгов может повлиять на ценовые изменения в отдаленной перспективе. А что, если большие колебания курсов рынок в ближайшие дни скорректирует сам, как это было в октябре 1987 г.? Возможно, сильным стабилизирующим эффектом для общества было бы увидеть обвал рынка, за которым тут же последовала бы корректировка курсов, чем наблюдать за попытками скрыть потенциальный крах рынка, приостанавливая торги.

Возможно, с точки зрения долгосрочной экономической стабильности следует расширять рынки, что позволит как можно большему числу людей принимать участие в торгах настолько часто, насколько они захотят. Это будет способствовать расширению возможностей торговли на фондовом рынке.

Учитывая, что на формирование спекулятивных пузырей в значительной степени влияют «сарафанное радио», местная система ценностей и распространения информации, а также патриотические чувства, маловероятно, что иностранные инвесторы, в отличие от местных, подчинятся влиянию спекулятивных пузырей — они, возможно, будут даже прибегать к таким торговым операциям, которые могут способствовать уменьшению воздействия этих пузырей. Например, в 1989 г., когда японский индекс Nikkei достиг своего пика, данные проведенных нами опросов показали, что японские институциональные инвесторы ожидали роста индекса в среднем на 9,5% в течение следующего года, тогда как американские институциональные инвесторы предсказывали падение показателей Nikkei на 7,7%. Сам факт проживания в Японии определял отношение к ее рынку. Если бы американские или другие иностранные инвесторы имели больший авторитет в Японии с самого начала, возможно, местный фондовый рынок не был бы так переоценен²⁴. Проще говоря, расширение рынков путем вовлечения в их деятельность людей по всему миру позволяет вычислить некие средние показатели, принимая во внимание все имеющиеся противоречивые ожидания, а это должно способствовать большей стабильности курса.

Не следует полагать, что любые меры, день ото дня способствующие стабилизации рынка, хороши. Внезапные курсовые колебания, с учетом их влияния на благосостояние экономики, вероятно, не так плохи, как постоянно повторяющиеся ошибки в оценке активов или, что еще хуже, надувание спекулятивных пузырей, приводящих к еще более негативным последствиям в будущем.

Учитывая, что спекулятивные пузыри возникают, как правило, неожиданно, последующий их разрыв в конечном итоге может быть даже полезен. Азиатский финансовый кризис 1997–1998 гг., вспыхнувший с уходом с азиатских рынков иностранных инвесторов, можно рассматривать не как продолжительный кризис в обычном понимании, а как проверку «здоровья» рынка, которая помогла предотвратить образование куда более разрушительного спекулятивного пузыря, чем знала история. Поскольку этот кризис заставил население азиатских стран переоценить свои методы ведения бизнеса и его экономическую сторону в свете критических замечаний, поступивших из-за рубежа, сам по себе он, возможно, был полезен для стран Азии.

Расширение рынка в том случае, если все делается правильно, способствует выдвижению на

первый план информации об аналитических показателях рынка, т.е. внимание общественности сосредоточивается на долгосрочных перспективах, а не на рассуждениях о краткосрочных изменениях. Майкл Бреннан выдвинул идею о том, что новые рынки следует создавать по системе «S&P 500 Strips», что означает создание рынка, на котором сумма ежегодных дивидендов будет рассчитываться в совокупности для 500 компаний, входящих в индекс S&P 500, вплоть до конкретного периода в будущем. Так, например, в 2005 г. на одном рынке будут накапливаться дивиденды S&P 500 на 2006 г., на другом — на 2007 г., на третьем — на 2008 г., и так далее на рынках для всех совокупных дивидендов вплоть до крайней точки, скажем через 20 лет, и в конце концов рынок для конечной стоимости индекса (скажем, к 2025 г.). Бреннан утверждает, что такие рынки «мотивируют аналитиков концентрироваться на прогнозировании основных аналитических показателей [будущие дивиденды]... вместо того, чтобы фокусировать все внимание на прогнозировании уровня рынка. Кроме того, поскольку уровень индекса рынка должен соответствовать объему будущих дивидендов, их соотношение поможет выявить неявные допущения, возникшие при оценке рынка. Эти допущения затем станут центром внимания и темой для обсуждения»²⁵.

Новые институты и рынки следует создавать также для того, чтобы облегчить частным лицам выход на фондовый рынок. Имеющиеся инструменты, такие, как короткие продажи, фьючерсы на фондовый индекс, опцион «пут», достаточно сложны для понимания, и большинство рядовых инвесторов их не использует. Многие из них чувствуют себя сегодня заложниками имеющихся у них акций в связи с необходимостью платить налог на прирост капитала при продаже и неспособностью найти другие способы снижения своих финансовых рисков.

Прогресс в области финансовых технологий выглядит порой медленным, однако история показывает, что крупнейшие экономические институты изначально развивались медленно. В процессе экспериментирования с новыми институциональными формами неизбежны сложности и неудачи, но не стоит считать, что так будет всегда. В конечном итоге мы найдем способ справиться с ними.

В течение последних десятилетий эксперименты и исследования, связанные с финансовыми институтами, получили большее распространение, и современные информационные технологии все чаще применяются в данной области, используя обширные базы данных и снижая стоимость новых финансовых услуг.

Помочь участникам рынка хеджировать риски

Чтобы создать надежную систему управления рисками, представители власти в своих заявлениях должны подчеркивать эффективность хеджирования рисков. Я уже отмечал в этой книге, что на людей действует прежде всего то, что говорят эксперты, и поэтому люди не научатся управлять рисками до тех пор, пока эксперты не призовут их к этому.

Сегодня эксперты в области финансов в основном расхваливают диверсификацию, не упоминая при этом, насколько в действительности важно реальное управление рисками. Многие люди до сих пор полагают, что, когда они становятся владельцами акций нескольких компаний, обращающихся на фондовом рынке страны, они уже сделали все возможное. Им следует расширить инвестирование, и для того чтобы действительно достичь диверсификации, им следует также обратить внимание и на прочие риски.

Экспертам следует подвести людей к пониманию того, что истинная диверсификация в значительной степени означает страхование рисков, которые от человека не зависят²⁶. Это означает, что инвестировать нужно в активы, которые помогут уберечь трудовые доходы человека, активы, стоимость которых имеет тенденцию к росту, или, по крайней мере, при снижении трудовых доходов не снижается вместе с ними. Достичь этой цели можно, если сразу принимать какое-либо решение по имеющимся активам, как только последние обнаруживают отрицательную (или, по крайней мере, менее положительную) корреляцию с конкретными трудовыми доходами²⁷. Это также означает, что инвестировать нужно в активы, которые способны обеспечить сохранность капитала, вложенного в недвижимость — в активы, имеющие тенденцию к росту, когда стоимость недвижимости падает. Таким образом, трудовой доход и стоимость недвижимости относятся к тому, что большинство людей

считает своим основным богатством, поэтому снижение рисков в данном случае — важнейшая задача управления ими.

Хеджирование — проверенная временем практика управления рисками в бизнесе, и тем не менее она до сих пор недоступна для понимания многих людей. На сегодняшний день немногие непрофессионалы в данной области смогли бы дать определение этого понятия. Вопрос о том, как уровень доходности инвестиций соотносится с доходами или ценами на жилье, практически не фигурирует в дискуссиях на тему инвестиций.

Изменить сложившуюся модель мышления сложно, поскольку для людей имеют значение общепринятые точки зрения, и они верят, что благодаря инвестициям в акции или недвижимость можно сколотить солидное состояние. СМИ, освещающие вопросы личного инвестирования, часто приводят мнения известных людей, но это мнения людей, которые уже богаты, и они едва ли полагают, что их совет также сможет сделать кого-то богатым. И, принимая во внимание возникающие у людей в этой связи фантазии, было бы нелогичным говорить о таких рутинных задачах, как защита активов, которыми человек уже обладает. СМИ и инвестиционное сообщество не хотят рисковать и вторгаться в фантазии жаждущих разбогатеть, которые они уже научились использовать с собственной выгодой. Однако позиция людей может измениться, если общественные лидеры возьмут на себя смелость и укажут на то, что следует изменить в сознании людей. И когда ситуация повторится, люди привычно предпримут нужные меры для защиты того, что у них уже есть, как сегодня эти люди страхуют свою недвижимость.

Заключение: реальная стоимость и реальное будущее

Появление время от времени пузырей на спекулятивных рынках создает большие проблемы для тех, кто отвечает за разработку политики. Им придется в полной мере учитывать наше развивающееся понимание природы этих пузырей при разработке мер по решению проблем, которые вызываются их появлением. К сожалению, природа пузырей довольно сложна и изменчива, в связи с чем практически невозможно отметить какую-либо конкретную политику, которая бы обеспечила долгосрочное экономическое благосостояние.

Политика, предполагающая вмешательство в рынки путем приостановления или ограничения их работы, пусть при особых обстоятельствах и полезная, вероятно, не должна попасть в первые строчки нашего списка возможных решений проблем, возникающих из-за спекулятивных пузырей. Спекулятивные рынки выполняют важную задачу распределения ресурсов (это утверждение я принял как само собой разумеющееся и в данной книге его не рассматривал), и любое вмешательство в функционирование рынка для укрощения спекулятивных пузырей мешает выполнению этой задачи.

В конце концов, живя в свободном обществе, мы не можем защитить людей от всех последствий их собственных ошибок. Мы не можем полностью защитить людей, не отказав им при этом в возможности самореализации. Мы не можем полностью защитить общество от влияния волн безотчетного энтузиазма *или* пессимизма — эмоциональная реакция на окружающую действительность сама по себе заложена в человеческой природе.

Политика борьбы со спекулятивной волатильностью чем-то напоминает политику борьбы с политической нестабильностью. Нас беспокоит, когда к власти может прийти партия, обращающаяся к низменным инстинктам или представляющая поверхностные суждения. Но мы не решим проблему, запретив конкретные политические партии во времена каких-либо беспорядков или обложив налогом их деятельность. Напротив, мы полагаемся на полную свободу партий выражать свою позицию и ожидаем, что в конце концов в среде избирателей возобладает здравый смысл. Такой результат достигается путем разработки и постоянного совершенствования правил проведения избирательных кампаний и выборов.

Так же и наша государственная политика в отношении спекулятивных пузырей должна содействовать более свободной торговле, а также предоставлять людям более широкие возможности для открытия позиций на большем количестве свободных рынков. Положительный результат может быть достигнут благодаря разработке более эффективных механизмов социального обеспечения и

созданию финансовых институтов, позволяющих более качественно управлять рисками. И самое главное, что нам необходимо помнить, поскольку сегодня мы наблюдаем сильные волнения на фондовых рынках и рынках недвижимости: ничто не должно помешать нам решить эти важные задачи.

Глава 1

1. Алан Гринспен, «Проблемы центрального банка в демократическом обществе» (The Challenge of Central Banking in a Democratic Society), выступление в Американском институте предпринимательства, Вашингтон, 5 декабря 1996 г., <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/19961205.htm>.

2. Индекс Standard & Poor's Composite теперь называется Standard & Poor's 500; тем не менее я использую здесь его прежнее название, поскольку исторически он не всегда включал в себя акции 500 компаний. Изменение состава индекса говорит о том, что Standard & Poor's находится в постоянном процессе выбора. Конечно, им приходится корректировать свой список, так как компании приходят на рынок и уходят. По словам Джереми Сигела, из 500 компаний, включенных в индекс в 1957 г., к 2003 г. там осталось только 125. Индекс этих сохранившихся с 1957 г. 125 компаний показывает доходность несколько выше, чем индекс Standard & Poor's 500 в целом. См. Jeremy J. Siegel, "The Future for Investors" (New York: Crown Business, 2005).

3. Данные по курсам, величине дивидендов и прибыли взяты из тех же источников, что описаны в главе 26 моей предыдущей книги «Волатильность рынка» (Market Volatility, Cambridge, Mass.: MIT Press, 1989), хотя теперь я использую ежемесячные данные, а не за год. Дивиденды и прибыль за месяц рассчитываются на основе данных S&P за квартал (начиная с 1926 г.) с линейной интерполяцией цифр за месяц. Данные по дивидендам и прибыли до 1926 г., собранные Cowles and associates ("Common Stock Indexes", 2nd ed. [Bloomington, Ind.: Principia Press, 1939]), интерполированы на основе данных за год. Данные по курсам акций — среднемесячные значения ежедневных показателей цены закрытия, за исключением января 2005 г., где данные только за 3 января. Бюро трудовой статистики США публикует данные Индекса потребительских цен для жителей городов (CPI-U, Consumer Price Index — All Urban Consumers) с 1913 г. Чтобы получить данные за период до 1913 г., я присоединил к CPI индекс товарных цен Уоррена и Пирсона, умножая его на соотношение индексов в январе 1913 г. Показатели CPI-U декабря 2004 г. и января 2005 г. получены путем экстраполирования. См. George F. Warren, Frank A. Pearson, "Gold and Prices" (New York: John Wiley and Sons, 1935). Данные взяты из табл. 1, с. 11–14. При составлении графиков я умножил данные, скорректированные на инфляцию, на константу, чтобы их величина в июне 2004 г. была равна номинальному значению, т.е. все цены выражены в деньгах июня 2004 г.

В своих предыдущих работах, посвященных курсам акций, большую часть которых я написал в соавторстве с Джоном Кэмпбеллом, я использовал для корректирования на инфляцию Индекс промышленных цен (PPI), товарный индекс All Commodities, а не CPI. Раньше не было особой разницы между PPI и CPI, были лишь краткосрочные колебания, но с середины 1980-х разница стала значительной. Если не указано иное, то все статистические данные по американскому фондовому рынку, приведенные в этой книге, взяты из источников, описанных в данном примечании. Все данные, использованные здесь (как и в главе 28 книги «Волатильность рынка»), можно найти на моем веб-сайте www.irrationalexuberance.com.

4. Некоторые советовали мне использовать для графика логарифмическую или пропорциональную шкалу, чтобы в конце явный рост фондового индекса (цен) не «вводил в заблуждение». Я не думаю, что составление многоуровневого графика вводит в заблуждение. С таким же успехом можно утверждать, что графики с логарифмической шкалой вводят в заблуждение. Пики курсов в конце шкалы не появились искусственно в процессе построения графика. Мы не видим в этой фигуре кривую экспоненциального роста в виде «хоккейной клюшки» с постоянно высокими темпами роста. График с теми же данными по фондовому индексу, как и на рис. 1.1, также повторяется на рис. 10.2 (в главе 10), но уже с использованием логарифмической шкалы.

5. Начиная с 1953 г. процентная ставка определяется как ежемесячный процентный доход десятилетних казначейских облигаций, устанавливаемый советом управляющих Федеральной

резервной системы США. До 1953 г. данные интерполировались в ежемесячные из среднегодовых, взятых из книги Сидни Хомера «История процентных ставок» (“A History of Interest Rates”, New Brunswick, N.J.: Rutgers University Press, 1963); для 1871–1900 гг. из табл. 38, колонка 3, с. 288; для 1901–1920 гг. из табл. 45, колонка 14, с. 341; для 1921–1946 гг. из табл. 48, колонка 1, с. 352; и для 1947–1953 гг. из табл. 50, колонка 1, с. 359. У Джереми Сигела есть очень похожая информация по процентным доходам государственных облигаций (www.jeremysiegel.com), которые он подробно описал в статье «Реальные процентные ставки с 1800 по 1990 г.: Исследование США и Великобритании» (“The Real Rate of Interest from 1800–1990: A Study of the U.S. and the U.K.”) *Journal of Monetary Economics*, 29 (1992): 227–52.

6. Очевидно, что некоторое сглаживание необходимо ввиду возможности получения нулевой прибыли в заданном году. Прибыль на акцию по индексу S&P Composite всегда была строго выше нуля начиная с 1871 г., когда он появился, но показатель подошел слишком близко к нулевой отметке, и существует опасность, что в будущем он может ее перешагнуть. В 1931 и 1932 гг. общая прибыль компаний после уплаты налогов, согласно данным счетов национального дохода, по сути, была отрицательной. При нулевой прибыли коэффициент цена-прибыль в этом году может быть равен бесконечности, если предположить, что у совокупного фондового индекса нет верхней границы.

7. Увеличение прибыли в течение всего восхождения фондового рынка к пику 2000 г. было отчасти следствием самого роста рынка, действия ряда правил по ведению пенсионных счетов, которые генерировали прибыли, реагируя на рост стоимости пенсионного портфеля. Кажется, что фондовые инвесторы не видят в этом какой-то аномалии. См. Julia Lynn Coronado, Steven A. Sharpe, “Did Pension Plan Accounting Contribute to a Stock Market Bubble?” (Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series No. 2003–38, 2003).

8. По словам ученых, нет такого понятия, как «нулевой год», и каждый новый век начинался с 1 января года, заканчивающегося на 1. В 1900 г., доверяя, как никогда, ученым, люди еще с большим нетерпением ждали прихода нового года, чтобы отпраздновать новое тысячелетие. Приход третьего тысячелетия, напротив, начали отмечать уже с началом 2000 г.

9. В течение 30 лет наблюдался очень медленный и постепенный рост курса относительно прибыли (прибыль, скорректированная на инфляцию, росла на 2,3% в год с июля 1871 г. по июль 1900 г., в то время как курс немного быстрее — на 3,4% в год).

10. Это средние геометрические показатели доходности, скорректированной на инфляцию, где для приведения к действительным значениям используется индекс S&P Composite и Индекс промышленных цен (Индекс потребительских цен появился лишь в 1913 г.).

11. См. также Ibbotson Associates, “Stocks, Bonds, Bills and Inflation: 1999 Yearbook, Market Results for 1926–1998” (Chicago: Ibbotson Associates, 1999), табл. с 2–8 по 2–11, с. 45–51. При сравнении указанной здесь доходности с доходностью за аналогичные периоды начиная с 1926 г., представленные в их книге, следует всегда помнить, что они используют цифры только за календарный год и поэтому часто не отражают максимумы и минимумы рынка.

12. См. Совет управляющих ФРС «Отчет Хамфри — Хокинса, 22 июля 1997 г. Раздел 2: экономическое развитие и финансовая ситуация в 1997 г.», <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/1997/july/ReportSection2.htm>; модель представлена в виде диаграммы «Оценка собственного капитала и долгосрочная процентная ставка», показывающей процентный доход по десятилетним облигациям и коэффициент прибыль-цена с 1982 по 1997 г.

13. Согласно экономической теории, в любом случае необходимо соотносить реальную, а не номинальную процентную ставку с коэффициентом цена-прибыль. Использование в данном случае номинальной процентной ставки является аномальным. Мы еще вернемся к этой теме в главе 3. См. также Franco Modigliani, Richard A. Cohn, “Inflation, Rational Valuation, and the Market,” *Financial Analysts’ Journal*, 35 (1979): 22–44; перепечатанная в книге Simon Johnson (ed.), “The Collected Papers of Franco Modigliani,” Vol. 5 (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1989).

14. Один из наиболее известных терминов, введенных Джоном Мейнардом Кейнсом (John Maynard Keynes), *animal spirits* (животное чутье, дух азарта, стадный инстинкт), представляет собой название концепции, во многом схожей с иррациональным оптимизмом. Кейнс был выдающимся

экономистом XX в. Он получил широкую известность благодаря своей книге «Общая теория занятости, процента и денег» (*The General Theory of Employment, Interest and Money*), увидевшей свет в 1936 г. Эта революционная книга стала руководством для тех, кто определяет фискальную и денежно-кредитную политику во всем мире. Он писал в ней: «Даже если не учитывать нестабильность, вызванную спекулятивной игрой, ей также способствуют некоторые свойства человеческой природы — наши позитивные действия зависят в большей степени от спонтанного оптимизма, чем от ожиданий, в основе которых лежат математические расчеты, неважно — морально-этического характера, гедонистического или экономического. Возможно, большинство наших решений сделать что-то позитивное, последствия которых в полной мере проявятся лишь много времени спустя, могут быть приняты только под влиянием “стадного инстинкта” — самопроизвольного порыва к действию — и не как результат вычисления средневзвешенной количественных выгод, умноженных на количественные вероятности». John Maynard Keynes, “*The General Theory of Employment, Interest and Money*” (New York: Harcourt Brace & World, 1961), p. 161.

Глава 2

1. Банк международных расчетов (БМР) в Базеле первым начал собирать данные по ценам на жилье со всего мира, но публикует их нерегулярно. Лондонский журнал *The Economist* создал список индексов, схожий с тем, что делает БМР, и его обычно цитируют, когда хотят сравнить страны.

2. В Китае много городов, в которых наблюдается бум на местном рынке недвижимости, но одновременно в остальной части Китая можно увидеть гигантский рост предложения, который удерживает под контролем цены на жилье. Китайское правительство способствует массовому строительству, не вводя серьезных ограничений по зонированию и соблюдению экологических норм, как в других странах. Благодаря ответной реакции со стороны предложения, реальные цены на дома в Пекине остаются весьма стабильными: согласно индексу CREIS, рассчитываемому для коммерческой недвижимости, цены в 2004 г. были не более чем на 1% выше ее стоимости в 1998 г. См. «Статистический ежегодник по недвижимости в Китае».

3. Чтобы рассчитать цены на жилье для рис. 2.1, я сначала соединил различные годовые индексы (умножив каждый из них на константу, чтобы выровнять индексы в пересекающиеся годы) и получил номинальный индекс цен на жилье. Затем номинальный индекс был скорректирован на индекс потребительских цен.

Даже притом что до 1960-х гг. индексы цен на жилье регулярно не публиковались, ряд экономистов самостоятельно строили индексы, охватывающие большую часть лет, начиная с 1890 г. Мы обнаружили, что при построении индексов цен с 1890 по 1934 г., а также с 1953 г. и по сегодняшний день была предпринята попытка сохранить качество жилья постоянным.

Номинальный индекс цен на жилье 1890–1934 гг. взят отсюда: Leo Grebler, David M. Blank, Louis Winnick, “*Capital Formation in Residential Real Estate: Trends and Prospects*” (Princeton, N.J.: National Bureau of Economic Research and Princeton University Press, 1956). Это индекс, построенный на основе повторных измерений с использованием данных анкетирования владельцев жилья в 22 городах США, которых просили оценить свой дом (квартиру) в 1934 г., а также указать дату и цену покупки жилья. Вследствие того что в его основе лежит принцип повторных измерений в отношении индивидуального жилья, результаты можно считать защищенными, в отличие от простой средней цены, от любого предвзятого отношения, от любых изменений, связанных с проданными домами или увеличением размера и качества нового жилья. Недостаток такого подхода заключается в том, что все зависит от того, насколько точно помнят владельцы жилья, участвующие в опросе, первоначальную цену своей покупки.

Номинальный индекс цен на жилье, который мы построили для 1934–1953 гг., представляет собой простое среднее по пяти крупным городам, для которых были взяты медианные цены на жилье на основе предложений, рекламируемых в газетах. В число этих городов попали: Чикаго, Лос-Анджелес, Новый Орлеан, Нью-Йорк и Вашингтон. Мои студенты собрали данные, используя микрофильмы газет, хранящиеся в библиотеке Йельского университета, — примерно по 30 цен для каждого города за

каждый год, кроме пятого города, Вашингтона, данные за 1934–1948 гг. по которому были взяты из информации по средним ценам из книги E. M. Fisher, “Urban Real Estate Markets: Characteristics and Financing” (New York: National Bureau of Economic Research, 1951). Но, глядя на данные по средним ценам за 1934–1953 гг., мы видим, что никто не пытался их скорректировать с точки зрения изменения качества жилья, как это было в индексах, которые мы использовали для других периодов. Увеличение размера и повышение качества жилья ведут к повышению средней цены, поэтому я избегал использовать средние цены вне периода с 1934 по 1953 г.

Номинальный индекс цен на жилье с 1953 по 1975 г. является составным элементом индекса потребительских цен (CPI) США, отражающего цену покупки жилья. Бюро трудовой статистики аккумулировало данные по ценам на жилье за тот период времени по тем домам и квартирам, возраст и площадь которых остаются неизменными. В 1980-х они прекратили расчет этого индекса, после того как переключились на арендный эквивалент жилья в CPI. Они произвели подобную замену, чтобы скорректировать то, что считалось концептуальным недостатком жилищной составляющей индекса потребительских цен: CPI, как предполагается, является ценой потребительских товаров и услуг, а не инвестиционных активов. В нашем случае, однако, возможна и покупка вторичного жилья. Тем не менее существуют определенные недостатки в учитываемых покупках жилья, особенно если учитывается только жилье, приобретенное с помощью ипотеки с государственным субсидированием, и процедура, которую использовало Бюро трудовой статистики для внесения корректировок максимума по ипотеке, не была оптимальной. См. J. S. Greenlees, “An Empirical Evaluation of the CPI Home Purchase Index 1973–8,” *American Real Estate and Urban Economics Association Journal*, 1982. Более подробное обсуждение индексов, использованных для периода до 1975 г., вы можете найти в моей работе «Потребление, рынки активов и макроэкономические колебания» (“Consumption, Asset Markets and Macroeconomic Fluctuations,” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 17 (1982): 203–38).

Номинальным индексом цен на жилье для 1975–1987 гг. является индекс цен на жилье в США, публикуемый Отделом надзора за предприятиями жилищной сферы и доступный на их веб-сайте. Это индекс повторных продаж, с помощью которого контролируется изменение качества жилья. Номинальный индекс цен на жилье для 1987–2004 гг. представляет собой индекс цен на жилье на основе повторных продаж, рассчитываемый Fiserv CSW, Inc., преемником Case Shiller Weiss, Inc.

С 1987 г. данные CSW и Отдела по надзору за предприятиями жилищной сферы демонстрировали одинаковую картину, хотя график роста у CSW немного более резкий — это можно отнести к тому факту, что в основе нашей информации лежат только фактические продажи, тогда как у Отдела по надзору как фактические продажи, так и оценочная стоимость объектов жилья. Оценочная стоимость представляет собой несколько вялый показатель, чтобы отвечать новым условиям рынка.

Индекс потребительских цен, используемый для корректировки на инфляцию номинальных данных, чтобы сделать их реальными, примененный на рис. 1.1, един на протяжении всей книги.

4. Индекс соединяет два индекса затрат на строительство. Первый, для 1890–1915 гг., был взят из книги Leo Grebler, David M. Blank, Louis Winnick, “Capital Formation in Residential Real Estate” (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1956), табл. В-10, колонка 1 (Housekeeping), с. 342. Их индекс представляет собой средневзвешенную от заработной платы в час у представителей строительных специальностей и индекса цен на материалы. Второй — индекс затрат на строительство, публикуемый журналом *The Engineering News Record*. Этот индекс, используемый для 1915–2004 гг. и рассчитанный на основе данных по 20 городам, представляет собой стоимость 66,38 часа квалифицированного труда: каменщиков, плотников и монтажников металлоконструкций, 25 американских центнеров (1132,5 кг. — Прим. пер.) стандартных металлоконструкций, 1128 тонн портландского цемента и 1088 борд-футов (около 2,568 куб. м. — Прим. пер.) пиломатериалов (2 x 4 дюйма).

5. С 1890 по 1953 г. данные по процентным ставкам взяты из книги Sidney Homer, “A History of Interest Rates” (New Brunswick, N.J.: Rutgers University Press, 1963), Tables 38 (col. 3), 45 (col. 15), 48 (col. 1), and 50 (col. 1), и интерполированы из годовых в данные за месяц. Для периода с апреля 1953 по 2004 г. использован ежемесячный процентный доход десятилетних государственных казначейских облигаций. Данные по долгосрочным процентным ставкам очень схожи с опубликованными в книге Jeremy J. Siegel, “Stocks for the Long Run, 3rd ed.” (New York: McGraw-Hill, 2002), а также с теми,

которые доступны на веб-сайте <http://jeremysiegel.com>. Сигел приводит данные по процентным ставкам за оба периода в книге Jeremy J. Siegel, "The Real Rate of Interest from 1800–1990: A Study of the U.S. and the U.K.," *Journal of Monetary Economics*, 29 (1992): 227–52.

6. Штаты Калифорния, Коннектикут, Гавайи, Массачусетс, Нью-Хэмпшир, Нью-Джерси, Нью-Йорк и Род-Айленд. См. Karl E. Case, Robert J. Shiller, "Is There a Bubble in the Housing Market?" *Brookings Papers on Economic Activity*, 2003-II, pp. 299–362, Table 1. В своем исследовании Федеральная резервная система не обнаружила в анализируемой региональной информации каких-либо существенных доказательств того, что высокий уровень соотношения цен на жилье и доходов населения в будущем приведет к снижению цен. См. Joshua Gallin, "The Long-Run Relation between House Prices and Income: Evidence from Local Housing Markets" (Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Paper Series No. 2003.17, 2003). Однако данное исследование охватывает период всего в 23 года, заканчиваясь в середине национального бума на рынке жилья, что недостаточно для определения такого эффекта.

7. См. Karl E. Case, Robert J. Shiller, "The Efficiency of the Market for Single Family Homes," *American Economic Review*, 79 (1) (March 1989): 125–37.

8. Согласно исследованию Федеральной резервной системы, восстановительная стоимость жилья с 1970 по 2003 г. была намного стабильнее, чем цена земли под жилыми строениями. См. Morris A. Davis, Jonathan Heathcote, "The Price and Quantity of Residential Land in the United States" (Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series No. 2004–37, 2004).

9. Джонатан Маккарти и Ричард Пич из Федерального резервного банка Нью-Йорка пришли к другому заключению. В июле 2004 г. в своей статье они написали: «Цены на жилье в конечном счете изменялись в соответствии с ростом доходов семьи и снижением ипотечных процентных ставок». См. Jonathan McCarthy, Richard W. Peach, "Are Home Prices the Next 'Bubble'?" *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 2004, p. 1. Причина их отличного от других вывода заключается отчасти в том, что они выбрали в качестве базы для своего анализа индекс цен на *новое* жилье с условием его неизменного качества (Constant Quality Index). За последние 20 лет этот индекс вырос намного меньше, чем индексы повторных продаж, предполагающие отсутствие пузырей. Но тенденция изменения цен на новое жилье обычно увязана с затратами на строительство, поскольку новое жилье чаще всего возводят в тех местах, где достаточно много земли; мы просто не можем ждать от рынка *нового* жилья какого-то бума.

Мы также не ожидаем там и надувания пузыря: новые дом не строят там, где цены падают ниже себестоимости строительства. Структурная модель рынка жилья, которая, по словам Маккарти и Пича, объясняет динамику изменения цен на жилье с точки зрения процентных ставок, была пригодна для их периода выборки с 1981 по 2003 г., когда снижение процентных ставок было более прямо пропорционально, чем за более длительное время. И они правы в том, что в Соединенных Штатах есть обширные области, где цены на жилье выросли не так сильно и где не возник пузырь.

10. См. Claudio Borio, Patrick McGuire, "Twin Peaks in Equity and Housing Prices?" *BIS Quarterly Review*, March 2004, pp. 79–93. В США с 1930-х гг. доминируют долгосрочные ипотечные кредиты с фиксированной ставкой. Создается впечатление, что в странах, где широко используются ипотечные кредиты с плавающей ставкой, чувствительность рынка к изменениям процентной ставки выше. См. Kostas Tsatsaronis, Haibin Zhu, "What Drives Housing Price Dynamics: Cross-Country Evidence," *Bank of International Settlements Quarterly Review*, March 2004, pp. 65–78. Другое исследование, в котором анализировались данные по шести промышленно развитым странам, показало, что на цены на жилье влияют процентные ставки, фондовый рынок и общий уровень деловой активности. См. Gregory D. Sutton, "Explaining Changes in House Prices," *Bank of International Settlements Quarterly Review*, September 2002, pp. 46–55.

11. Участие США во Второй мировой войне было намного более значительным, чем в Первой. Во время Первой мировой войны в вооруженные силы США было призвано лишь 9% мужского населения страны, тогда как во время Второй мировой — 24%. Кроме того, непосредственное участие США в Первой мировой войне длилось всего семь месяцев, во Второй мировой — 45 месяцев.

12. В основе наших данных за период с 1934 по 1953 г. лежит информация по пяти крупным городам США, и в каждом из них после Второй мировой войны наблюдался резкий рост цен на жилье. Но не ясно, насколько рост цен в этих городах соответствовал росту цен в стране. Поэтому я старался найти другие доказательства общестрановых тенденций, особенно с учетом скачка цен после Второй мировой войны.

Бюро переписи населения США собрало данные по ценам на жилье с 1940 г., разбитые по десятилетним интервалам и в основе которых лежат оценки домовладельцев. По их данным, средняя цена дома (скорректированная на инфляцию) с 1940 по 1950 г. выросла на 45%; согласно же нашим данным — на 30%.

В статье, опубликованной в 1951 г. в газете *New York Times*, приводились данные исследования по 150 городам (что представляет собой намного более качественную выборку по стране, чем пять крупных городов), проведенного Майроном Мэтьюсом, вице-президентом Dow Service, Inc. «Результаты его исследования показали, что в типичном американском городе дом ценой в \$6000 в 1941 г. теперь стоит \$13 860». (Lee E. Cooper, "Effects of Curbs on Building Loans Will Appear Soon," *New York Times*, April 22, 1951, p. 225.) Использованное выражение «типичный город» несколько размытое. Но полученные цифры говорят о номинальном увеличении цен за десять лет — с 1941 по 1951 г. — на 131% (и на 28% в реальном выражении), и это не так сильно отличается от того, что показывает наш индекс за тот же период времени — номинальное увеличение цен на 154% (на 41% в реальном выражении).

Однако в статье 1949 г. в той же *New York Times* приводятся результаты исследования с еще большим охватом (276 городов), проведенного Национальной ассоциацией советов по недвижимости. Там говорилось, что средний рост цен на жилье с 1940 г. составил всего «порядка 50%». (Lee E. Cooper, "Realty Men Look for Further Rise in Housing Prices," *New York Times*, May 3, 1949, p. 81.) Если учесть рост Индекса потребительских цен с 1940 по 1949 г., то получается, что в реальном выражении за этот период произошло снижение цен на жилье на 13%, тогда как наши цифры показывают увеличение на 22%. Однако средняя величина роста цен в 276 городах, вероятно, является заниженной оценкой национального среднего показателя роста цен, и при этом слишком большой акцент делается на малые города. В исследовании также говорится, что покупателям в некоторых перенаселенных областях теперь приходится платить «почти на 100% больше». Наш индекс показывает номинальный рост цен на 111% с 1940 г. по 1949 г., и мы предполагаем, что наши темпы роста могут быть завышенными относительно цен по стране в целом после Второй мировой войны, если наши пять городов представляли собой перенаселенные территории.

13. Речь президента США Франклина Рузвельта при подписании Билля о правах военнослужащих 24 июня 1944 г. Президентская библиотека и Музей Франклина Д. Рузвельта, <http://www.fdrlibrary.marist.edu>.

14. Данные: Японский институт недвижимости (Japan Real Estate Institute), Индекс цен на городские земли Шигаичи (Shigaichi Urban Land Price Index), Токио с пригородами (скорректированные на индекс потребительских цен).

15. Цены на жилую недвижимость премиум-класса в рупиях за квадратный фут, скорректированные на индекс потребительских цен, Knight Frank India.

16. См. Piet Eichholtz, "A Long Run House Price Index: The Herengracht Index, 1638–1973," unpublished paper, the University of Limburg and the University of Amsterdam, 1996.

17. Case, Karl E., "Measuring Urban Land Values," unpublished paper, Wellesley College, October 26, 1997.

18. Рассчитано на основе данных, приведенных в книге: Homer Hoyt, "One Hundred Years of Land Values in Chicago" (Chicago: University of Chicago Press, 1933), Table XLIV, "Land Values on North-South Streets in the Central Business District of Chicago, 1830–1931," p. 345. Я выбрал для сравнения 1877 и 1931 г., потому что и тот и другой год были серединой очередной рецессии (согласно данным Национального бюро экономических исследований), и в обоих случаях это была депрессия, поэтому можно говорить о сравнимости экономических условий.

19. Hoyt, "One Hundred Years of Land Values in Chicago," p. 279.

20. Данные Бюро переписи населения США показывают, что средний размер дома вырос с 1500 кв. футов (139,5 кв. м) в 1970 г. до более 2200 кв. футов (204,6 кв. м) в 2000 г., а размер домохозяйства, наоборот, сократился с 3,1 чел. в 1970 г. до 2,8 чел. в 2002 г.

21. Во время поиска обнаружилось, что первая ссылка на среднюю цену продаж готового жилья в ведущих изданиях была в одном из номеров *Washington Post* в 1968 г. В статье говорилось, что исследование, в результате которого была выведена средняя цена, «было инициировано более двух лет назад». См. “Average Sales Price Up \$1000 to \$20,630,” *Washington Post Times Herald*, October 5, 1968. Ясно, что до этого не было каких-то известных регулярно публикуемых индексов цен на готовое жилье. В статье о свежих данных правительства по средним ценам на новое жилье, опубликованной в 1963 г. в *New York Times*, отмечалось: «Новое исследование пробуждает большой интерес к жилищному строительству. Одна из причин этого заключается в том, что ни одно из правительств или статистических отраслевых отчетов не концентрировали свое внимание на продажах». См. “New Home Study Arouses Interest,” *New York Times*, October 13, 1963.

22. До тех пор пока в 1960 г. конгресс не принял соответствующего закона о возможности создания инвестиционных трастов недвижимости, в США не существовало публично торгуемых ценных бумаг, связанных с недвижимостью, и, следовательно, не было спекулятивного интереса к недвижимости и постоянно публикуемых цен. Даже после этого инвестиционную доходность трастов недвижимости нельзя считать правильным показателем инвестиционной доходности владения частным домом, потому что у владения домом и получаемых дивидендов абсолютно разная природа.

Глава 3

1. Большое количество исследований, в которых анализируются данные разных стран, доказывают, что государства с более развитыми финансовыми рынками демонстрируют более высокие темпы экономического роста и эффективнее распределяют ресурсы. См. Robert G. King, Ross Levine, “Finance and Growth: Schumpeter May Be Right,” *Quarterly Journal of Economics*, 108 (1993): 717–37; Rafael LaPorta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, “Corporate Ownership around the World,” *Journal of Finance*, 54 (1999): 471–518; and Jeffrey Wurgler, “Financial Markets and the Allocation of Capital,” unpublished paper, Yale University, 1999.

2. Исследование показывает, что частные инвесторы склонны меньше инвестировать в акции в моменты достижения низшей точки экономического цикла — в момент ожидания высокой доходности, тогда как институциональные инвесторы склонны делать обратное и, следовательно, работать в направлении стабилизации рынка. См. Randolph Cohen, “Asset Allocation Decisions of Individuals and Institutions” (unpublished paper, Harvard Business School, 1999). Опрос Merrill Lynch показал, что в период с 1994 по 1999 г. профессиональные управляющие фондами за пределами Соединенных Штатов, как правило, продавали акции американских компаний, когда на рынке царствовали быки, но среди управляющих американскими фондами такого четкого поведения не прослеживалось; см. Trevor Greetham, Owain Evans, Charles I. Clough, Jr., “Fund Manager Survey: November 1999” (London: Merrill Lynch & Co., Global Securities Research and Economics Group, 1999).

3. Идея, что частная собственность является хорошим стимулом, отсылает к Адаму Смиту. Мысль о том, что частная собственность делает граждан преданными и активными, известна еще с давних времен. И в последние годы старые идеи становятся еще актуальнее, чем в былые годы. См., например: William A. Fischel, “The Homevoter Hypothesis: How Home Values Influence Local Government Taxation, School Finance, and Land-Use Policies” (Cambridge Mass.: Harvard University Press, 2001).

4. Данные Бюро трудовой статистики США, «Текущий обзор населения».

5. В той же анкете мы спрашивали: «Подвигла ли вас такая обеспокоенность о своих доходах к покупке дома или к покупке дома большего размера или с большим участком земли?» В то время как 81% из 414 респондентов заявили, что это не повлияло на их решение о покупке дома, тех же, кто признался в том, что это подвигло их к покупке, было в два раза больше, чем тех, кого это, наоборот, отвратило от такого решения.

6. См. J. Nellie Liang, Steven A. Sharpe, “Share Repurchases and Employee Stock Options and Their

Implications for S&P 500 Share Retirements and Expected Returns” (unpublished paper, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1999). Одна из причин предложения компаниями опционов своим сотрудникам заключается в том, что те очень оптимистично настроены относительно будущего компании. Таким образом, предоставляя своим работникам опционы, компании получают различную оценку своей стоимости — сотрудниками и рынком. См. Nittai Bergman, Dirk Jenter, “Employee Sentiment and Stock Option Compensation” (unpublished paper, Massachusetts Institute of Technology, 2004). Другая причина — предпочтение компаний в процессе привлечения нового капитала размещать акции среди пассивных инвесторов, которые были бы настроены на то, чтобы как можно дольше держать их, а не среди активных инвесторов, которые, скорее всего, быстро пустили бы их в оборот, что могло бы негативно отразиться на курсе акций. Сотрудники компании как раз и представляют собой подобного рода пассивных инвесторов. См. Malcolm Baker, Joshua Coval, Jeremy C. Stein, “Corporate Financing Decisions when Investors Take the Path of Least Resistance” (unpublished paper, Harvard Business School, 2004).

7. Бюро трудовой статистики США «Национальное исследование оплаты труда, 2003 г.» <http://www.bls.gov/opub/cwc/cm20040628yb01p1.htm>.

8. У менеджеров, обладающих правом на выкуп акций компании по определенной цене без уплаты налогов также есть необычная возможность заменить обратный выкуп акций на частичную выплату им дивидендов и таким образом повысить стоимость опционов менеджеров. В период с 1994 г. по 1998 г. в 144 компаниях, в которых проводили исследование Лианг и Шарп («Выкуп акций и опционы на акции для сотрудников»), ежегодно выкупали в среднем 1,9% акций, находящихся в обращении, что больше, чем компенсирование 0,9% акций, выпускаемых каждый год, в большей степени для удовлетворения потребностей в организации опционов для сотрудников. Такая замена выкупа акций получением дивидендов сама по себе должна была повысить курс акций на несколько пунктов.

Популярность обратного выкупа акций также может вырасти, так как компании, получающие значительную прибыль, не испытывают особого желания выплачивать большие дивиденды (которые инвесторы будут всегда ждать от компании), а также вследствие растущего числа инвесторов, осведомленных о налоговых преимуществах обратного выкупа акций против выплаты дивидендов в США. По крайней мере, до 2003 г. налоговое законодательство снизило как ставки по налогу на долгосрочный прирост капитала, так и на дивиденды и сделало их равными до истечения срока положения о льготном налогообложении в 2008 г. Среди менеджеров также год от года варьируется объем выкупаемых акций, достигая пика в моменты роста совокупной доходности фондового рынка; поэтому высокий уровень обратных выкупов в последние годы, очевидно, можно было бы объяснить ожиданием прихода на рынок быков. В качестве одного из доказательств относительно обратных выкупов акций и доходности см. William R. Nelson, “Three Essays on the Ability of the Change in Shares Outstanding to Predict Stock Returns” (unpublished Ph.D. dissertation, Yale University, 1999); и Malcolm Baker, Jeffrey Wurgler, “The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Market Return” (unpublished paper, Harvard University, 1999).

Статистика подтверждает, что уровень выплат дивидендов снижался после принятия опционных планов для топ-менеджеров. См. Richard A. Lambert, W. Lanen, D. Larker, “Exec-utive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy,” *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 24 (1985): 409–25.

9. Информация по личным сбережениям взята из счетов национального дохода и продукта США, табл. 5.1. Данные по росту активов представлены в табл. B100 и B100e Отчета по движению капитала США.

10. Исследование Roper-Starch Worldwide приведено в статье Karlyn Bowman, “A Reaffirmation of Self-Reliance? A New Ethic of Self-Sufficiency?” *The Public Perspective*, February-March 1996, pp. 5–8. Изменения в отношении к материальным ценностям со временем стали выглядеть еще более правдоподобными при появлении свидетельств различий последних в разных культурах. См. Gueliz Ger, Russell W. Belk, “Cross-Cultural Differences in Materialism,” *Journal of Economic Psychology*, 17 (1996): 55–77.

11. Бюро юридической статистики США, «Общенациональный опрос жертв преступлений»

(National Crime Victimization Survey (NCVS)), <http://www.ojp.usdoj.gov/bjs/cvict.htm#ncvs>. В основе исследования лежит опрос 84 000 домохозяйств. На результаты не повлияла тенденция более активного информирования полиции о совершаемых преступлениях.

12. По мнению экономистов Эллен Макгреттен и Эдварда Прескотта, значительный уровень индекса, достигнутый американским фондовым рынком в конце 1990-х гг., сравнимый с уровнем конца 1960-х, можно объяснить снижением за этот период в США уровня налогообложения инвестиционных операций с акциями. Скорее всего, они отчасти правы — налоги оказывают большое влияние на фондовый рынок, хотя налоговая теория не проливает свет на такие вопросы, как резкий рост рынка в 1990-е и его последующее стремительное падение. См. Ellen R. McGrattan, Edward C. Prescott, “Taxes, Regulations, and the Value of U.S. Corporations: A General Equilibrium Analysis” (Research Department Staff Report 309, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 2002; revised 2004, <http://research.mpls.frb.fed.us/research/sr/sr309.pdf>).

13. Henry Allen, “Calling from Where? Phones Invade Where Beepers Used to Tread,” *Washington Post*, January 8, 1982, B1.

14. Согласно некоторым простым моделям экономического роста, внезапный технологический прорыв не влияет на курсы акций. См. Robert Barro, Xavier Sala-i-Martin, “Economic Growth” (New York: McGraw-Hill, 1995); Olivier Blanchard, Stanley Fischer, “Lectures on Macroeconomics” (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1989); или David Romer, “Advanced Macroeconomics” (New York: McGraw-Hill, 1996). Например, теоретически внезапный технологический прорыв мог бы вызвать привлечение нового капитала, что помешало бы существующим инвесторам получить возможную дополнительную прибыль.

15. Первого ноября 1999 г. Microsoft и Intel были включены в промышленный индекс Dow Jones.

16. См. Adam S. Posen, “It Takes More than a Bubble to Become Japan” (Institute for International Economics Working Paper No. 03–9, October 2003).

17. См. Joel E. Cohen, “A Global Garden for the Twenty-First Century,” *The Key Reporter*, Spring 1998, p. 1.

18. См. World Bank, “Averting the Old Age Crisis” (New York: Oxford University Press, 1994).

19. Гердип Бакши и Живу Чен (“Baby Boom, Population Aging and Capital Markets,” *Journal of Business*, 67 [1994]: 165–202) выявили значительную корреляцию между средним возрастом населения США старше 20 лет и реальным индексом S&P с 1950 г. по 1992 г. Однако Робин Брукс (“Asset Market and Savings Effects of Demographic Transitions,” unpublished Ph.D. dissertation, Yale University, 1998) показал, что результаты их исследований чувствительны к возрасту отсека (20 лет), и после того, как он расширил охват анализа еще на семь стран, оказалось, что картина выглядит иначе. Бакши и Чен на верном пути, но все же между беби-бумом и уровнем фондового рынка прослеживается весьма слабая взаимосвязь. Возможно, разница в динамике цен по разным классам активов согласуется с теорией беби-бума, если предположить, что у каждой возрастной группы свой уровень допустимого риска и что фондовый рынок на сегодняшний день так активно растет в силу того, что среди его участников большое количество тех, кому еще только 40, а эта категория больше склонна к риску, чем более старшее поколение. Но подобная теория никогда не казалась хорошо проработанной и не объясняла динамику цен.

Также стоит отметить, что норма личных сбережений в Соединенных Штатах до недавнего времени была близка к нулю, что нельзя назвать позитивным моментом, как это можно было бы предположить, исходя из теории жизненных циклов.

По мнению экономистов, на фоне наблюдаемого в последнее время роста фондового рынка норма сбережений на самом деле находится на удивление на высоком уровне. См. William G. Gale, John Sabelhaus, “Perspectives on the Household Saving Rate,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1 (1999): 181–224.

20. См. Ronald Inglehart, “Aggregate Stability and Individual-Level Flux in Mass Belief Systems,” *American Political Science Review*, 79 (1) (1985): 97–116.

21. Ричард Пакер, презентация «Знания и передача финансовой информации в СМИ», Брукингско-Уортоновская конференция по финансовым услугам, Брукингский институт, Вашингтон,

22 октября 1998 г.

22. James T. Hamilton, "All the News That's Fit to Sell: How the Market Transforms Information into News" (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2004).

23. Данные любезно предоставлены Митчелом Заксом из Zacks Investment Research. Как было сказано в одной из статей *Business Week*, изменения были еще более драматичны: в середине 1983 г. 26,8% продавали, 24,5% покупали и 48,7% держали. См. Jeffrey Laderman, "Wall Street's Spin Game," *Business Week*, October 5, 1998, p. 148.

24. См. Hsiou-Wei Lin, Maureen F. McNichols, "Underwriting Relationships, Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations," *Journal of Accounting and Economics*, 25 (1) (1998): 101–27.

25. См. James Grant, "Talking Up the Market," *Financial Times*, July 19, 1999, p. 12. Тем не менее рекомендации аналитиков полезны лишь в том случае, если мы делаем такую поправку. По мнению Кента Уомака ("Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?" *Journal of Finance*, 51 [1] [1996]: 137–67), после того, как аналитики меняют свои рекомендации с «держат» на «покупать», указанные акции продолжают расти, тем самым демонстрируя, что аналитики способны прогнозировать доходность акций. После того как рекомендации меняются с «держат» на «продавать», все еще более предсказуемо (доходность падает). С точки зрения Уомака, этот асимметричный эффект показывает, что аналитики неохотно рекомендуют продавать акции и делают это, только если на то есть очень серьезные основания.

26. См. Steven Sharpe, "Re-examining Stock Valuation and Inflation: The Implications of Analysts' Earnings Forecasts," *Review of Economics and Statistics*, 84 (4) (2002): 632–48, Figure 2, p. 637. Прогнозы прибыли компаний взяты из базы данных I/B/E/S, а также из прогнозов отдельных компаний для S&P 500. Результаты исследований Шарпа (Sharpe) не дают четких доказательств того, что с 1979 г. отклонение в прогнозах прибыли стало более значительным. Более того, относительно небольшое количество ошибок в прогнозировании запредельно отрицательного прироста объясняет в большей степени и наличие среднего отклонения. См. Jeffrey Abarbanell, Reuven Lehavy, "Biased Forecasts or Biased Earnings? The Role of Earnings Management in Explaining Apparent Optimism and Inefficiency in Analysts' Earnings Forecast," *Journal of Accounting and Economics*, 35 (2003).

27. Общественное восприятие подобной заниженной оценки в 1990-х гг. стало стимулом для распространения в Интернете «неофициальных оценок будущих прибылей компаний»: прогнозы прибыли без ссылки на конкретные источники со стороны аналитиков, которые, благодаря анонимности, могли беспрепятственно выразить свои сомнения. С другой стороны, сам термин «неофициальная оценка будущей прибыли» также применим и к некоторым еще более неоднозначным завышенным прогнозам, которые компании не хотят официально заявлять, боясь последствий для своей репутации после открытия некоторой излишней оптимистичности оценки. Снижение общественного интереса к «неофициальным оценкам» после 2000 г. и возобновление его в 2003 г. были интерпретированы как знак снижения, а затем роста иррационального оптимизма. См. Matt Kranz, "Earnings Whispers Return," *USA Today*, July 22, 2003.

28. Steven A. Sharpe, "How Does the Market Interpret Analysts' Long-Term Growth Forecasts?" (Finance and Economics Discussion Paper Series 2002–7, Federal Reserve Board, 2002).

29. Налоговое убежище было прописано в Законе о государственных доходах 1978 г. в разделе «Пенсионный план 401 (k)», но его применимость к корпоративным пенсионным планам тогда не была ясна. Теодор Бенна, исполнительный вице-президент Johnson Companies, консалтинговой компании по выплатам работникам, в 1981 г. создал первый план 401 (k) и отправил документы на согласование в Налоговое управление США, которое в феврале 1982 г. объявило о возможности применения налоговых льгот при формировании подобных планов.

30. См. New York Stock Exchange, "The Public Speaks to the Exchange Community" (New York, 1955).

31. Shlomo Benartzi, Richard H. Thaler, "Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Plans," *American Economic Review*, 91 (1) (2001): 79–98. Некоторые из основополагающих заключений (но не все) нашли свое подтверждение и в работе Gur Huberman, Wei Jiang, "Offering versus Choice in 401 (k) Plans: Equity Exposure and Number of Funds" (unpublished paper, Columbia University, 2004).

32. Investment Company Institute, "Mutual Fund Fact Book" (Washington, D.C., 1999), <http://www.ici.org>.
33. См. Hugh Bullock, "The Story of Investment Companies" (New York: Columbia University Press, 1959).
34. См. Rudolph Weissman, "The Investment Company and the Investor" (New York: Harper and Brothers, 1951), p. 144.
35. Действительно, инвестиции во взаимные фонды прочно связаны с показателями рынка, так как незамедлительной реакцией на рост фондового рынка является приток денег в фонды. См. Vincent A. Warther, "Aggregate Mutual Fund Flows and Security Returns," *Journal of Financial Economics*, 39 (1995): 209–35; и William Goetzmann, Massimo Massa, "Index Fund Investors" (unpublished paper, Yale University, 1999).
36. См. мою статью "Why Do People Dislike Inflation?" в Christina D. Romer, David H. Romer (eds.), "Reducing Inflation: Motivation and Strategy" (Chicago: University of Chicago Press and National Bureau of Economic Research, 1997), pp. 13–65.
37. См. Franco Modigliani, Richard A. Cohn, "Inflation, Rational Valuation, and the Market," *Financial Analysts' Journal*, 35 (1979): 22–44; см. также Robert J. Shiller, Andrea Beltratti, "Stock Prices and Bond Yields: Can Their Comovements Be Explained in Terms of Present Value Models?" *Journal of Monetary Economics*, 30 (1992): 25–46.
38. Модильяни и Кон также утверждают (и это более тонкий вопрос), что люди не делают поправку в фактической корпоративной прибыли, так как компании вычитают из своей прибыли общую сумму процентов, выплачиваемых по долгам, а не только реальные (скорректированные на инфляцию) проценты. Во времена разгула инфляции часть уплачиваемых процентов можно рассматривать просто как частичную авансовую выплату реального долга, а не как затраты компании. Немногие из инвесторов понимают это и делают корректировку. Подобную ошибку можно назвать еще одним примером денежной иллюзии. Джей Риттер и Ричард Уорп ("The Decline of Inflation and the Bull Market of 1982–1997," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37 [1] [2002]: 29–61) показали, что неправильная рыночная оценка отдельных компаний связана как с уровнем инфляции, так и с соотношением заемного и собственного капитала компании, тем самым доказывая состоятельность теории Модильяни — Кона.
39. Неправильное понимание инфляции обществом описаны в работах: Eldar Shafir, Peter Diamond, Amos Tversky, "Money Illusion," *Quarterly Journal of Economics*, 112 (2) (1997): 341–74; и Robert J. Shiller, "Public Resistance to Indexation: A Puzzle," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1 (1997): 159–211.
40. "New York Stock Exchange Fact Book" (New York, 1998), <http://www.nyse.com>. Данные по торгуемым акциям показывает даже еще более значительный рост, но он связан в большей степени с инфляцией и ростом рыночной стоимости, которые вместе способствуют активному дроблению бумаг и тем самым увеличивают общее количество акций в обращении.
41. См. Gretchen Morgenson, "Investing's Longtime Best Bet Is Being Trampled by the Bulls," *New York Times*, January 15, 2000, p. 1.
42. U.S. Securities and Exchange Commission, "Special Study: On-Line Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace," 1999, <http://www.sec.gov/pdf/cybrtrnd.pdf>.
43. См. Kenneth R. French, Richard Roll, "Stock Return Variances: The Arrival of Information and the Reaction of Traders," *Journal of Financial Economics*, 17 (1986): 5–26; см. также Richard Roll, "Orange Juice and Weather," *American Economic Review*, 74 (1984): 861–80.
44. См. Shlomo Benartzi, Richard H. Thaler, "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle," *Quarterly Journal of Economics*, 110 (1) (1995): 73–92.
45. Как писали Эбботт и Вольберг, «вне всякого сомнения, последние два десятилетия XX в. были отмечены возросшей доступностью и легальностью коммерческих азартных игр». Max Wenden Abbott, Rachel A. Volberg, "Gambling and Problem Gambling in the Community: An International Overview and Critique" (Report No. 1 of the New Zealand Gaming Survey, 1999), p. 35.
46. Расчеты автора на основе цифр, взятых в статье Craig Lambert, "Trafficking in Chance," *Harvard*

Magazine, 104 (6) (July-August 2002): 32.

47. John W. Welte et al. "Gambling Participation in the United States — Results from a National Survey," *Journal of Gambling Studies*, 18 (4) (2002): 313–37.

48. Eugene Martin Christiansen and Sebastian Sinclair, "The Gross Annual Wager of the United States, 2000" (Christiansen Capital Advisors, 2000), p. 2.

49. См. также William N. Thompson, "Legalized Gambling: A Reference Handbook" (Santa Barbara, Calif.: ABC-CLIO, 1994), pp. 52–53.

50. Трудно найти количественные доказательства азартного поведения населения в 1920-х гг. С помощью «Путеводителя читателя по периодической литературе» я посчитал количество статей об азартных играх, и у меня получилось следующее:

1919–1921 гг. 0% 1922–1924 гг. 0,004% 1925–1928 гг. 0,021% 1929–1932 гг. 0,035% 1933–1935 гг. 0,006% 1936–1938 (I) гг. 0,003% 1938 (II) — 1942 гг. 0,008% Цифры действительно показывают резкий и временный скачок общественного интереса к теме азартных игр в период с 1925 г. по 1932 г., но они ничего не говорят о том, каким образом менялось отношение общества к ним. Более подробно об истории азартных игр и их связи со спекуляциями можно прочесть в книге: James Grant, "The Trouble with Prosperity: A Contrarian Tale of Boom, Bust, and Speculation" (New York: John Wiley and Sons, 1996).

51. Бурное развитие капитализма, культурные изменения, возвеличившие достижения в бизнесе, рост количества программ и материалов в СМИ, посвященных новостям в мире финансов, все более оптимистичные прогнозы аналитиков, снижение уровня инфляции и увеличение объема сделок на фондовом рынке — все это можно отнести к стимулирующим факторам, актуальным для Европы, но, возможно, менее выраженным, чем в США. Хотя послевоенный беби-бум в Европе был менее выдающимся по сравнению с США, с середины 1960-х гг. она испытала значительный спад рождаемости. В Европе не ощущался рост интереса к азартным играм, как это было в Соединенных Штатах. Тем не менее, даже несмотря на то, что не все стимулирующие факторы, работающие в США, оказываются актуальными для Европы, прочные культурные связи между ними, а также спрос американских инвесторов на акции европейских компаний должны вызвать достаточно сильную цепную реакцию.

Глава 4

1. Хотя явно об этом не говорится, но определенные ссылки на теорию обратной связи можно найти в книге Чарльза Маккея «Наиболее распространенные заблуждения и безумства толпы» (*Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*), написанной в 1841 г. Маккей писал о тюльпаномании: «Много людей в одночасье стали богатыми. Соблазнительная приманка сводила всех с ума, и люди друг за другом стремились на тюльпанные аукционы, как мухи к горшку с медом». Есть также отсылки к теории обратной связи и в работе неизвестного автора, написанной в разгар тюльпаномании в Голландии, — "Samen-Spraecck tusschen Waermondte ende Gaergoedte nopende de opkomste ende ondergange van flora" (Haerlem: Adriaen Roman, 1637). Там описывается охвативший всех энтузиазм на фоне чужих примеров успеха, что привело к росту участников рынка.

2. Объем выборки (*n*) варьируется от вопроса к вопросу из-за разного количества отправленных писем и полученных ответов. Средняя погрешность в этом и прочих вопросах, о которых идет речь в данной главе, составляет от 1 до 4%. Возможно, результаты опроса не столь надежны и по иным причинам, а не только из-за размера выборки. Например, те, кто решил ответить на присланные вопросы, могли более уверенно чувствовать себя на фондовом рынке. С другой стороны, ответившие на вопросы, скорее всего, являются активными инвесторами, оказывающими влияние на рынки, и поэтому респонденты могут представлять собой более репрезентативную выборку инвесторов, стоящих за бумом на фондовом рынке, чем действительно случайно выбранная группа состоятельных респондентов.

3. Я не спрашивал респондентов, думают ли они, что рынок в конечном итоге упадет, но имеющиеся у меня данные показывают, что на пике рынка в 2000 г. большинство так не думало.

4. Frederick Lewis Allen, "Only Yesterday" (New York: Harper and Brothers, 1931), p. 309.
5. David Elias, "Dow 40,000: Strategies for Profiting from the Greatest Bull Market in History" (New York: McGraw-Hill, 1999), p. 8.
6. Dwight R. Lee, Richard B. MacKenzie, "How to (Really) Get Rich in America," *USA Weekend*, August 13–15, 1999, p. 6.
7. Samuel Crowther, "Everybody Ought to Be Rich: An Interview with John J. Raskob," *Ladies Home Journal*, August 1929, pp. 9, 36.
8. Безусловно, для большинства тех, кто не столь активно занимается вопросом сбережений, любое стимулирование, направленное на то, чтобы откладывать на «черный день» больше, даже если это продиктовано излишним инвестиционным оптимизмом, в общем и целом вещь полезная.
9. Bodo Schafer, "Der Weg zur finanziellen Freiheit: In sieben Jahren die erste Million" (Frankfurt: Campus Verlag, 1999); Bernd Niquet, "Keine Angst vorm nächsten Crash: Warum Aktien als Langfristanlage unschlagbar sind" (Frankfurt: Campus Verlag, 1999).
10. См. David E. Bell, "Regret in Decision Making under Uncertainty," *Operations Research*, 30 (5) (1982): 961–81; и Graham Loomes and Robert Sugden, "Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice under Uncertainty," *The Economic Journal*, 92 (1982): 805–24.
11. Nassim Taleb, "Fooled by Randomness: The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets," 2nd ed. (New York: Texere, 2004).
12. См. Richard H. Thaler and Eric J. Johnson, "Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effect of Prior Outcomes on Risky Choice," *Management Science*, 36 (1990): 643–60.
13. John Kenneth Galbraith, "The Great Crash: 1929," 2nd ed. (Boston: Houghton Mifflin, 1961), p. 79.
14. Данные Национальной ассоциации инвесторов (NAIC). Веб-сайт: <http://www.better-investing.org/member/history.html>.
15. Brad M. Barber and Terrance Odean, "Online Investors: Do the Slow Die First?" *Review of Financial Studies*, 15 (2) (2002): 455–89.
16. Одно из психологических объяснений подобной обратной связи предлагается в статье: Nicholas Barberis, Andrei Shleifer, Robert Vishny, "A Model of Investor Sentiment," *Journal of Financial Economics*, 49 (1998): 307–43.
17. Экономисты Джон Кэмпбелл и Джон Кокрейн предложили теорию формирования привычки, которая также может служить и для усиления обратной связи фондового рынка. Согласно их модели, люди постепенно привыкают к более высокому уровню потребления, который они могут ожидать от фондового рынка с более высокой оценкой потенциала. После очередного повышения фондового индекса инвесторы могут начать экспериментировать с более высоким уровнем потребления, но еще не привыкнув к нему. Инвесторы, заработавшие на рынке, возможно, захотят рискнуть еще больше, так как они до сих пор считают, что могли бы отказаться от более высокого уровня жизни, если они вдруг понесут убытки и им придется умерить свои аппетиты. Опять же их готовность держать акции, когда их курс достаточно высок, может усилить влияние стимулирующих факторов. См. John Y. Campbell, John H. Cochrane, "By Force of Habit: A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior," *Journal of Political Economy*, 107 (2) (1999): 205–51.
18. См. Karl E. Case, John M. Quigley, Robert J. Shiller, "Comparing Wealth Effects: The Stock Market vs. the Housing Market" (National Bureau of Economic Research Working Paper No. 8606, November 2001).
19. См. Robert J. Shiller, "Market Volatility and Investor Behavior," *American Economic Review*, 80 (1990): 58–62; и Shiller, "Market Volatility," pp. 376–77.
20. Ряд экономистов-теоретиков утверждают, что отрицательных пузырей не бывает, поскольку цены (курсы) достигают своего дна на нулевой отметке; поэтому инвесторы понимают, что цены (курсы) не могут падать вечно, и они, исходя из обратной индукции, должны понимать, что отрицательный пузырь не может даже и зародиться. Но они имеют в виду, что пузыри не могут возникнуть, если все вокруг рациональны и расчетливы и если все считают, что они таковыми и являются.
21. В работах по применению теории хаоса в экономике обычно не уделяется особого внимания модели ценовой обратной связи, о которой говорится в данной книге, но тем не менее они могут

содержать определенное видение секретов сложного устройства финансовых рынков. Перечень подобного рода работ можно найти в статье: Michael Boldrin, Michael Woodford, "Equilibrium Models Displaying Endogenous Fluctuations and Chaos: A Survey," *Journal of Monetary Economics*, 25 (2) (1990): 189–222. См. также: Benoit Mandelbrot, "Fractals and Scaling in Finance: Discontinuity, Concentration, Risk" (New York: Springer-Verlag, 1997); и Brian Arthur, John H. Holland, Blake LeBaron, Richard Palmer, Paul Tayler, "Asset Pricing under Endogenous Expectations in an Artificial Stock Market" в книге W. B. Arthur, S. Durlauf, D. Lane (eds.), "The Economy as an Evolving Complex System II" (Reading, Mass.: Addison-Wesley, 1997). В других работах на эту тему рассматривается вопрос экспериментальных рынков, где люди торгуют в специально созданных условиях, когда нет ни новостей, ни каких-либо других вмешивающихся факторов. В этих контролируемых условиях прослеживается тенденция к возникновению внешних колебаний цен с признаками «пузыря». См. Vernon L. Smith, Gary L. Suchanek, Arlington W. Williams, "Bubbles, Crashes and Endogenous Expectations in Experimental Spot Asset Markets," *Econometrica*, 56 (1988): 1119–51.

22. Lauren R. Rublin, "Party On! America's Portfolio Managers Grow More Bullish on Stocks and Interest Rates," *Barron's*, May 3, 1999, pp. 31–38.

23. Частные инвесторы с 1989 по 1996 и с 1996 по 1999 г. в опросе не участвовали. Индекс представляет собой полугодовое скользящее среднее ежемесячных опросов начиная с 2001 г.

24. См. Joseph Bulgatz, Ponzi Schemes, "Invaders from Mars, and Other Extraordinary Popular Delusions, and the Madness of Crowds" (New York: Harmony, 1992), p. 13.

25. Mike Hinman, "World Plus Pleas: Guilty, Guilty," *Anchorage Daily News*, July 1, 1998, p. 1F; и Bill Richards, "Highflying Ponzi Scheme Angers and Awes Alaskans," *Wall Street Journal*, August 13, 1998, p. B1.

26. John Templeman, "Pyramids Rock Albania," *Business Week*, February 10, 1997, p. 59.

27. Kerin Hope, "Pyramid Finance Schemes," *Financial Times*, February 19, 1997, p. 3; и Jane Perlez, "Albania Calls an Emergency as Chaos Rises," *New York Times*, March 3, 1997, p. A1.

28. Jane Perlez, "Albanians, Cash-Poor, Scheming to Get Rich," *New York Times*, October 27, 1996, p. A9.

29. Подобная готовность поверить, возможно, связана с часто встречающейся самоуверенностью людей, о которой мы поговорим в главе 8. См. также статью: Steven Pressman, "On Financial Frauds and Their Causes: Investor Overconfidence," *American Journal of Economics and Sociology*, 57 (1998): 405–21.

30. Charles P. Kindleberger, "Manias, Panics and Crashes," 2nd ed. (London: Macmillan, 1989), p. 90.

31. Rakesh Khurana, "Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEOs" (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2002).

32. Термин «условие отсутствия пирамид» прочно вошел в лексикон финансовых теоретиков. Однако, он увязан не с петлей обратной связи, а с предположением их моделей, что инвесторы не могут до бесконечности наращивать свои долги.

33. Более подробно об этом читайте в работе Кейса и Шиллера «Есть ли пузырь на рынке жилья?» (Is There a Bubble in the Housing Market?).

Глава 5

1. Несомненно, спекулятивные колебания цен (курсов) были и до появления газет, но я не нашел каких-либо материалов «догазетного» периода, подтверждающих широкий общественный интерес к спекулятивным колебаниям цен, которые современники описывают как дикие и необъяснимые или исключительно как результат иррационального оптимизма инвесторов.

Первые регулярные газеты появились в начале XVII в. Как только издатели овладели секретами привлечения внимания общественности, увеличения тиража и получения прибыли, газеты стали все быстрее появляться в разных городах Европы.

Можно сказать, что массмедиа зародились несколько раньше, в эпоху изобретения книгопечатания, когда публикация перестала зависеть от покровителей. В течение XVI в. было напечатано огромное множество брошюр, листовок, религиозных и политических трактатов.

Историк-исследователь печатного дела Дэвид Зарет в своей книге «Истоки демократической культуры: печатное дело, петиции и общественная сфера в Англии в эпоху раннего Нового времени» (Origins of Democratic Culture: Printing, Petitions, and the Public Sphere in Early-Modern England, Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1999, p. 136) отмечает, что «печатное дело сделало коммерческим само производство текстов. В отличие от переписчиков, экономика производства текста в большей степени была связана с расчетами, управлением рисками и прочими особенностями рыночных отношений, и печатники ориентировались в своем бизнесе на неопределенные оценки популярности напечатанного». Появление печатного дела привело к росту грамотности. К XVII в. многие, если не большинство горожан, в Европе умели читать.

Истории спекулятивных маний, такие, как, например, описал Чарльз Киндлбергер в книге «Мании, паника и катастрофы: история финансовых кризисов» (Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises, 2nd ed., London: Macmillan, 1989), не содержат примеров спекулятивных пузырей до XVII в., и мой опрос историков также ничего не дал. Однако я не могу утверждать, что мое исследование было исчерпывающим.

Вероятно, есть какие-то истории, которые можно расценивать как исключение из моего обобщения относительно совпадения появления первых маний и газет, хотя возможны и иные интерпретации. Йельский историк Пол Фридман рассказал мне о примере с перцем, который как раз и можно расценивать как возможное исключение: цена на него на рынке специй время от времени неожиданно взлетала, и в течение XVI в. была очень волатильной. Есть примеры с зерном из античных времен и Средневековья, когда цены на него значительно вырастали, если вдруг наступал голод. В истории также можно найти немало примеров колебаний цен на землю. Примерно в 95 г. н.э. в одном из своих писем Непосу Плиний Младший писал: «Вы уже слышали, что цена на землю выросла, особенно в районе Рима? Причина столь неожиданного роста стала предметом бурного обсуждения». (Pliny the Younger, "Letters and Panegyrics," trans. Betty Radice [Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1969], Book 6, No. 19, pp. 437–38.) Говоря об активном обсуждении, он имел ввиду «сарафанное радио», но он не упоминает о возникновении какой-то мании.

2. Тюльпаномания — один из выдающихся примеров надувания спекулятивного пузыря, имевшего место на рынке тюльпанов в Голландии в 1630-х гг.

К 1618 г. в Голландии уже выходили газеты, и, в отличие от других стран того времени, в них не только писали о том, что происходило за рубежом, но и публиковали местные новости. См. Robert W. Desmond, "The Information Process: World News Reporting to the Twentieth Century" (Iowa City: University of Iowa Press, 1978).

Главным дошедшим до наших дней источником информации о тюльпаномании является памфлет, появившийся в Голландии на пике бума в 1637 г. Автор данного произведения неизвестен. Памфлет написан в форме диалога двух людей и подробно рассказывает о том, как разворачивались события во времена спекулятивного спроса на тюльпаны. Сохранилось также много и других памфлетов о тюльпаномании, но вышедших уже позднее. См. Peter Garber, "Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias" (Cambridge, Mass.: MIT Press, 2000). Эти памфлеты подтверждают существование развитых массмедиа, способных к широкому распространению информации о тюльпаномании.

3. Расшифровка 3143, MacNeil/Lehrer NewsHour, WNET/Thirteen, New York, October 14, 1987, p. 10.

4. Victor Niederhoffer, "The Analysis of World News Events and Stock Prices," *Journal of Business*, 44 (2) (1971): 205. См. также David Cutler, James Poterba, Lawrence Summers, "What Moves Stock Prices?" *Journal of Portfolio Management*, 15 (3) (1989): 4–12.

5. Robert J. Shiller, William J. Feltus, "Fear of a Crash Caused the Crash," *New York Times*, October 29, 1989, Section 3, p. 3, col. 1.

6. Cutler, Poterba, Summers, "What Moves Stock Prices?" p. 10.

7. Так и есть, если кто-то не считает существенным фактором для рынка сердечный приступ президента США Дуайта Эйзенхауэра, случившийся 26 сентября 1955 г.

8. "The Tokyo Earthquake: Not 'If' but 'When,'" *Tokyo Business Today*, April 1995, p. 8.

9. David Santry, "The Long-Shot Choice of a Gambling Guru," *Business Week*, May 12, 1980, p. 112;

“The Prophet of Profits,” *Time*, September 15, 1980, p. 69.

10. Профессора Колумбийского университета Гур Губерман и Томер Регев опубликовали результаты своего исследования быстро растущего курса акций отдельно взятой компании после выхода статьи в газете, которая очень интересно написана, но не содержит каких-либо новостей о компании. Курс акций EntreMed вырос с 12 до 85 центов с момента закрытия рынка накануне до открытия торгов утром, когда на первой полосе *New York Times* вышла статья, в которой рассказывалось о перспективах препаратов, выпускаемых компанией, в борьбе с раком. Ученые подтвердили документально, что каждый факт, озвученный в статье, уже упоминался в прессе еще пять месяцев назад. (См. Gur Huberman, Tomer Regev, “Speculating on a Cure for Cancer: A Non-Event That Made Stock Prices Soar,” *Journal of Finance*, 56 [1] [2001]: 387–96.) Хотя авторы не подтвердили это никакими документами, но многие покупатели акций EntreMed в тот день вероятно знали, что в этой истории нет ничего нового, но их подкупило, что статья была так хорошо и ярко написана, а это может стимулировать рост курса акций.

11. *Times-Picayune*, October 29, 1929, p. 1, col. 8; *New York Times*, October 29, 1929, p. 1; *Wall Street Journal*, October 29, 1929, p. 1, col. 2.

12. Jude Wanniski, “The Way the World Works,” 2nd ed. (New York: Simon and Schuster, 1983), Chapter 7.

13. Allan H. Meltzer, “Monetary and Other Explanations of the Start of the Great Depression,” *Journal of Monetary Economics*, 2 (1976): 460.

14. Rudiger Dornbusch, Stanley Fischer, “The Open Economy: Implications for Monetary and Fiscal Policy,” в книге Robert J. Gordon (ed.), “The American Business Cycle: Continuity and Change” (Chicago: National Bureau of Economic Research and University of Chicago Press, 1986), pp. 459–501.

15. *New York Times*, October 28, 1929, p. 1.

16. *Wall Street Journal*, October 28, 1929, p. 1.

17. O. A. Mather, *Chicago Tribune*, October 27, 1929, p. A1; *New York Times*, October 25, 1929, p. 1, col. 8; *Guaranty survey* цитирует *New York Times*, October 28, 1929, p. 37, col. 3.

18. Список рассылки частных инвесторов представлял собой список активных инвесторов с большим доходом (активность выражается в наличии подписки на инвестиционные бюллетени и рабочих счетов у брокеров), купленный у W. S. Ponton, Inc. Список институциональных инвесторов был составлен на основе случайной выборки из раздела, посвященного инвестиционным менеджерам в “The Money Market Directory of Pension Funds and Their Investment Managers”. В общей сложности, начиная с 19 октября 1987 г., в течение недели было разослано 3000 анкет: 2000 — частным инвесторам; и 1000 — институциональным. После этого мы больше ничего не рассылали и ни о чем не напоминали. Я получил 605 заполненных анкет от частных инвесторов и 284 — от институциональных. Результаты анализа, которые я описал в ноябре 1987 г., см. в моей книге «Волатильность рынка» (Market Volatility) с. 379–402.

19. Безусловно, ввиду того, что анкеты заполнялись после краха рынка, отчасти прослеживаемое в ответах беспокойство относительно переоцененности активов можно отнести к склонности к запоздалым суждениям. Конечно, мы не можем полностью доверять даже самостоятельному делению на покупателей и продавцов 19 октября — это был один из пунктов, на который должны были ответить респонденты. Анонимность анкет, просьба честно отвечать на вопросы, а также четко сформулированная цель опроса — научные исследования краха рынка — должны были помочь нам получить более объективные ответы, но никаким результатам исследований нельзя доверять полностью.

20. Специальная комиссия при президенте по вопросам рыночных механизмов, “Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms (Brady Commission Report)” (Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office, 1988), p. v.

21. Марк Митчелл и Джеффри Неттер (“Triggering the 1987 Stock Market Crash: Antitakeover Provisions in the Proposed House Ways and Means Tax Bill,” *Journal of Financial Economics*, 24 [1989]: 37–68) утверждают, что некоторые новости действительно влияли непосредственно на ряд акций. Возможно, что эти новости и дали импульс для обвала рынка, как считают члены Комиссии Брэйдли, и

вызвали первоначальное снижение курса, даже если к моменту самого обвала о них мало кто помнил.

22. Hayne Leland, "Who Should Buy Portfolio Insurance," *Journal of Finance*, 35 (1980): 582.

23. См. Robert J. Shiller, "Portfolio Insurance and Other Investor Fashions as Factors in the 1987 Stock Market Crash," *NBER Macroeconomics Annual* (Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 1988), pp. 287–95.

24. "Repeating the 1920s? Some Parallels but Some Contrasts," *Wall Street Journal*, October 19, 1987, p. 15. Этот график был в рамке 5 × 10 дюймов (12,7 × 25,4 см). Его связали с размещенной на этой же странице статьей: Cynthia Crossen, "Market Slide Has Analysts Eating Crow; Justification of Summer Rally Questioned."

25. См. Robert K. Merton, "Social Theory and Social Structure" (Glencoe, Ill.: Free Press, 1957).

Глава 6

1. Dean Foust, "Alan Greenspan's Brave New World," *Business Week*, July 14, 1997, pp. 44–50.

2. Aaron Zitner, "Shhhh, Listen: Could That Be the Ghosts of '29?"; Peter Gosselin, "Dow at 10,000: Don't Laugh Yet," *Boston Globe*, June 22, 1997, p. E1; и Paul Krugman, "How Fast Can the U. S. Economy Grow?" *Harvard Business Review*, 75 (1997): 123–29.

3. Поиск в системе Nexis по запросу «эра новой экономики» дал 48 статей, в каждой из которых встречалось и такое словосочетание, как «фондовый рынок».

4. См. George Katona, "Psychological Economics" (New York: Elsevier, 1975).

5. Alexander Dana Noyes, "Forty Years of American Finance" (New York: G. P. Putnam's Sons, 1909), pp. 300–301.

6. *Boston Post*, January 1, 1901, p. 3.

7. Thomas Fleming, "Around the Pan with Uncle Hank: His Trip through the Pan-American Exposition" (New York: Nutshell, 1901), p. 50.

8. "A Booming Stock Market: Strength of the Underlying Conditions," *New York Daily Tribune*, April 6, 1901, p. 3.

9. A.A. Housman, "Reasons for Confidence," *New York Times*, May 26, 1901, p.v.

10. Аллен, «Только вчера» (Only Yesterday), с. 315.

11. Tracy J. Sutliff, "Revival in All Industries Exceeds Most Sanguine Hopes," *New York Herald Tribune*, January 2, 1925, p. 1.

12. John Moody, "The New Era in Wall Street," *Atlantic Monthly*, August 1928, p. 260.

13. Charles Amos Dice, "New Levels in the Stock Market" (New York: McGraw-Hill, 1929), pp. 75–183.

14. Irving Fisher, "The Stock Market Crash — and After" (New York: Macmillan, 1930), pp. 101–74.

15. Craig B. Hazelwood, "Buying Power Termed Basis for Prosperity," *New York Herald Tribune*, January 2, 1929, p. 31.

16. Цитата из *Commercial and Financial Chronicle*, March 9, 1929, p. 1444.

17. "Is 'New Era' Really Here?" *U. S. News and World Report*, May 20, 1955, p. 21.

18. "The Stock Market: Onward and Upward?" *Newsweek*, December 12, 1955, p. 59.

19. "The U. S. Prosperity Today," *Time*, November 28, 1955, p. 15.

20. "The Stock Market: Onward and Upward?" p. 59.

21. "Why Businessmen Are Optimistic," *U. S. News and World Report*, December 23, 1955, p. 18.

22. "Is 'New Era' Really Here?" p. 21.

23. "The New America," *Newsweek*, December 12, 1955, p. 58.

24. "Investors Bet on a Kennedy-Sparked Upturn," *Business Week*, February 4, 1961, p. 84; Dean S. Ammer, "Entering the New Economy," *Harvard Business Review* (1967), pp. 3–4.

25. "Investors Bet on a Kennedy-Sparked Upturn," p. 84; "The Bull Market," *Business Week*, March 18, 1961, p. 142.

26. "Battling Toward 900," *Business Week*, January 23, 1965, p. 26; "Year of the White Chips?" *Newsweek*, February 1, 1965, p. 57; "On Toward 1000," *Time*, January 14, 1966, p. 78.

27. E. S. Browning, Danielle Sessa, "Stocks Pass 10,000 before Slipping Back," *Wall Street Journal*, March 17, 1999, p. C1.
28. Это средняя геометрическая реальная доходность индекса S&P Composite.
29. Michael Mandel, "The Triumph of the New Economy," *Business Week*, December 30, 1996, pp. 68–70.
30. См. Michael Bruno, William Easterly, "Inflation Crises and Long-Run Growth," *Journal of Monetary Economics*, 41 (1) (1998): 2–26. Конечно, есть сложные вопросы, связанные с выбором времени: фондовый рынок может упасть под влиянием новостей о том, что уровень инфляции, скорее всего, вырастет, и затем постепенно вновь пойти вверх вместе с ценами на потребительские товары. Тщательное обдумывание таких вопросов, как правильный выбор времени, слишком сложно для большинства обычных людей, поэтому, скорее всего, они и не будут его решать (на это есть экономисты).
31. Roger Bootle, "The Death of Inflation: Surviving and Thriving in the Zero Era" (London: Nicholas Brealey, 1998), pp. 27, 31.
32. Steven Weber, "The End of the Business Cycle?" *Foreign Affairs*, 76 (4) (1997): 65–82.
33. См. George Hager, "Productivity Rise Not So Stunning after All?" *USA Today*, August 7, 2001.
34. По словам старейшины среди исследователей вопроса производительности Роберта Гордона (Robert J. Gordon), производительность в США без учета краткосрочных изменений, связанных с рецессиями, постоянно растет начиная с 1871 г. Это происходит постепенно с пиками в 1950-х и 1960-х гг. с последующим плавным снижением темпов роста. Очевидно, что на фондовом рынке такого неуклонного движения вверх все это время не было. См. Robert J. Gordon, "U.S. Productivity Growth since 1879: One Big Wave?" *American Economic Review*, 89 (2) (1999): 123–28.
35. "When the Shoeshine Boys Talk Stocks," *Fortune*, April 15, 1996, p. 99; *U. S. News and World Report*, July 14, 1997, p. 57; *Forbes*, May 18, 1998, p. 325; *Fortune*, June 22, 1998, p. 197.
36. См. Glenn S. Dumke, "The Boom of the Eighties in Southern California" (San Marino, Calif.: Huntington Library, 1944), p. 49.
37. Думке (там же, с. 260), цитируя Клиланда, «Историю Западного колледжа» (History of Occidental College), с. 4.
38. См. Kenneth Ballinger, "Miami Millions: The Dance of the Dollars in the Great Florida Land Boom of 1925" (Miami, Fla.: Franklin Press, 1936).
39. Цены на жилье (по данным Федерального бюро по контролю за предприятиями в сфере строительства США), скорректированные на Индекс потребительских цен.
40. См. William A. Fischel, "Regulatory Takings: Law, Economics and Politics" (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1995).
41. По условиям кредитного договора кредитор имел право потребовать погашения кредита, если дом был продан, поэтому покупатель не мог стать «наследником» старой ипотеки по более низкой ставке. Когда в 1969 г. одна калифорнийская ссудосберегательная ассоциация попыталась использовать это условие, чтобы заставить две семьи выплатить низкопроцентную ипотеку, то те подали встречный иск. Верховный суд Калифорнии в деле Такер против Lassen Savings & Loan Association (1974 г.) постановил, что кредитор вправе потребовать погашения кредита только в случае, если он может доказать наличие ухудшения условий обеспечения. Суды в других американских штатах вынесли похожие решения. С одной стороны, это значительно облегчило процесс покупки жилья, с другой — стало большим ударом для ипотечных кредиторов, которые все делали для того, чтобы отменить эти решения. В итоге это случилось благодаря решению Верховного суда США по делу Fidelity Federal Saving and Loan Association против de la Cuesta et al. (1982 г.).
42. Домовладельцам предлагали «кредиты с изначально пониженной ставкой», когда на часть цены приобретаемого жилья предоставляется рассрочка на несколько лет, после чего, как надеялись многие, ставки на ипотечные кредиты могли значительно снизиться. Ипотечные брокеры продавали состоятельным инвесторам закладные на дома (кредиты, которые выданы под высокий процент). Последние, очевидно, рассчитывали заработать на буме на рынке недвижимости, поэтому и вкладывались в высокодоходные закладные. В начале 1980-х, когда бум «выдохся», многие

домовладельцы объявили дефолт по своим ипотечным обязательствам.

43. Karl E. Case, "The Market for Single-Family Homes in the Boston Area," *New England Economic Review*, May-June 1986, p. 47.

44. Экономист Эдвард Глезер в своей работе «Обновление Бостона: 1640–2003» ("Reinventing Boston: 1640 to 2003", National Bureau of Economic Research Working Paper No. 10166, 2004) утверждает, что в экономике города произошел ряд очень важных изменений. Он указывает на то, что достаточно длительное время в Бостоне сокращалась численность населения — с 1920 по 1980 г. с 0,7% до 0,25% всего населения США. Это было результатом потери конкурентоспособности местного производства. Наряду с таким снижением количества жителей возникли излишки жилья, цены на которое порой были ниже затрат на его строительство. По утверждению Глезера, если на рынке существует огромное количество готового жилья по цене ниже себестоимости, то при увеличении спроса предложение будет расти очень медленно, что приведет к тому, что цены могут начать очень быстро расти, пока снова не станут выше затрат на строительство. В Бостоне до 1980-х гг. строили мало, так как там было избыточное предложение готового жилья, что привело к значительному падению цен. См. also Karl E. Case and Robert J. Shiller, "A Decade of Boom and Bust in the Prices of Single-Family Homes: Boston and Los Angeles 1983 to 1993," *New England Economic Review*, March-April 1994, pp. 40–51.

45. Цитирование слов Джонатана Ротенберга в статье: Steven B. Kaufman, "Boston Mixes High Technology with Its Traditional Economy," *Washington Post*, June 30, 1985, p. G3, col. 4.

46. См. Edward Glaeser, Albert Saiz, "The Rise of the Skilled City" (National Bureau of Economic Research Working Paper No. 10191, 2004).

47. Albert W. Atwood, "Vanished Millions: The Aftermath of a Great Bull Market," *Saturday Evening Post*, September 1921, p. 51.

48. Christina Romer, "The Great Crash and the Onset of the Great Depression," *Quarterly Journal of Economics*, 105 (1990): 597–624.

49. Oscar Lange, "Is the American Economy Contracting?" *American Economic Review*, 29 (3) (1939): 503.

50. См. Harvey Klehr, "The Heyday of American Communism: The Depression Decade" (New York: Basic Books, 1984).

51. Высказывание Окуна в *Time*, January 14, 1974, p. 61; Бернса в *U. S. News and World Report*, June 10, 1974, p. 20.

52. См. Bruno, Easterly, "Inflation Crises."

53. См. John Cassidy, "Dot.con: How America Lost Its Mind and Money in the Internet Era" (New York: Perennial Currents, 2003).

54. Высказывание Мартина Стро взято из статьи: Andrew Hill, "Dotcom Fever Fades as Investors Seek Profits," *Financial Times*, April 29, 2000, p. 11.

55. См. Jack Willoughby, "Burning Up: Warning: Internet Companies Are Running Out of Cash — Fast," *Barron's*, March 20, 2004, pp. 29–32.

56. Если уж на то пошло, многие ритуалы, принятые в нашем обществе, преследуют одну цель — донести до всех мысль, что все что-то знают; таким образом, ритуал может иметь глубокое социальное значение. См. Michael Suk-Young Chwe, "Rational Ritual: Culture, Coordination, and Common Knowledge" (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2003).

Глава 7

1. Данные по 30 странам из сборника Международного валютного фонда «Международная финансовая статистика». Данные по таким странам, как Австрия, Бельгия, Канада, Франция, Германия, Финляндия, Индия, Италия, Япония, Нидерланды, Норвегия, Филиппины, ЮАР, США и Венесуэла, начинают свой отсчет с января 1957 г. Данные по оставшимся странам, информация по которым взята из этого же источника, имеют следующую отправную точку: Бразилия — август 1991 г.; Чили — ноябрь 1978 г.; Колумбия — октябрь 1963 г.; Дания — февраль 1969 г.; Израиль — ноябрь 1982 г.; Ямайка — июль 1969 г.; Корея — январь 1978 г.; Люксембург — январь 1980 г.; Мексика — июль 1985

г.; Пакистан — июль 1960 г.; Перу — сентябрь 1989 г.; Португалия — январь 1988 г.; Испания — январь 1961 г.; Швеция — январь 1976 г.; Великобритания — декабрь 1957 г. Информация по остальным шести странам взята из Datastream, и здесь отправные точки следующие: Австралия — март 1973 г.; Гонконг — июль 1974 г.; Индонезия — январь 1996 г.; Сингапур — февраль 1986 г.; Тайвань — январь 1986 г.; Таиланд — январь 1984 г.

Для каждой из стран ежемесячный фондовый индекс делился на индекс потребительских цен за тот же месяц, и в итоге получался реальный фондовый индекс. Данные изменения реального фондового индекса представляют собой наибольшие ежемесячные изменения индексов, скорректированных на инфляцию, в течение указанных интервалов, кроме тех, что случились в промежутке трех лет между ними. Не учитывались периоды, когда в течение месяца темп потребительской инфляции превышал 4% в силу того, что в периоды высокого уровня инфляции погрешности в выборе времени или в расчетах индекса потребительских цен могут вызвать ложные скачки фондовых индексов.

В крайней правой колонке в таблицах показаны изменения (в процентах) реального фондового индекса за аналогичный по длительности период (год или пять лет), начиная с месяца окончания указанного в таблице периода. Например, глядя на табл. 7.1, мы видим, что фондовый рынок Филиппин с декабря 1985 г. по декабрь 1986 г. вырос в реальном (скорректированном на инфляцию) выражении на 683,4%, а с декабря 1986 г. по декабрь 1987 г. — еще на 28,4%. Другой пример: в табл. 7.4 мы видим, что испанский фондовый рынок в период с декабря 1974 г. по декабрь 1979 г. упал в реальном (скорректированном на инфляцию) выражении на 86,6%, а затем с декабря 1979 г. по декабрь 1984 г. вырос на 0,1%.

2. Обратите внимание на темп роста фондового индекса Кореи в 1999 г. (самая правая колонка) в табл. 7.2, которому самое место было бы в табл. 7.1, если из нашей выборки не выпал бы весь 1999 г.

3. “Casino Times: After 280% Increase This Year, Taiwan’s Stock Market May Be Poised for a Plunge,” *Asian Wall Street Journal Weekly*, October 12, 1987.

4. “Obsessed with Numbers, the Taiwanese Are Forsaking Work, Health and Sanity,” *Asian Wall Street Journal Weekly*, September 14, 1987.

5. James Brooke, “Venezuela Isn’t Exactly Wild for Another Boom,” *New York Times*, September 2, 1990, p. IV.3.

6. Eugene Robinson, “As Venezuela Restructures, Even Gas Prices Must Rise,” *Toronto Star*, May 21, 1990, p. C6.

7. “Bonanza for Bombay?” *Far Eastern Economic Review*, May 28, 1992, p. 48.

8. Цитата из *La Repubblica* в статье: Ruth Graber, “Milan Stock Market Has Gone to the Bulls,” *Toronto Star*, May 25, 1986, p. F1.

9. Alan Friedman, “Milan’s Bulls Run Wild: Italy’s Stock Market Boom,” *Financial Times*, March 25, 1986, p. I.25.

10. David Marsh, “The New Appetite for Enterprise: The French Bourse,” *Financial Times*, July 4, 1984, p. I.14.

11. Даже несмотря на исключительно бычьи настроения на фондовом рынке Франции в конце 1990-х, столь бурный энтузиазм не повлиял на французскую культуру, чего нельзя сказать о США. См. J. Mo, “Despite Exceptional Performance, the Stock Market Does Not Attract the French,” *Le Monde*, November 25, 1999, электронный выпуск.

12. Werner De Bondt, Richard H. Thaler, “Does the Stock Market Overreact?” *Journal of Finance*, 40 (3) (1985): 793–805. Обзор литературы по автокорреляции доходности см.: John Y. Campbell, Andrew Lo, Craig Mackinlay, “The Econometrics of Financial Markets” (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1997), pp. 27–82, 253–89.

13. При решении вопроса, приведет ли значительное повышение (понижение) курса к повышению или понижению в будущем, существует соблазн ограничиться лишь результатами таблиц. Однако здесь возникает проблема в интерпретировании этих результатов как доказательства того, что рынки прогнозируемы, поскольку для определения пятилетних интервалов с наибольшими изменениями мы использовали итоговые данные пятилетних интервалов, указанных в таблицах.

1. Для более глубокого изучения роли психологии в финансах см.: Hersh Shefrin, "Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing" (Boston: Harvard Business School Press, 2000); или Andrei Shleifer, "Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance" (Oxford: Oxford University Press, 2000).
2. См. Amos Tversky, Daniel Kahneman, "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases," *Science*, 185 (1974): 1124–31.
3. См. Robert J. Shiller, "Comovements in Stock Prices and Comovements in Dividends," *Journal of Finance*, 44 (1989): 719–29.
4. См. Steven L. Heston, K. Geert Rouwenhorst, "Does Industrial Structure Explain the Benefits of International Diversification?" *Journal of Financial Economics*, 36 (1994): 3–27; John M. Griffin, G. Andrew Karolyi, "Another Look at the Role of Industrial Structure of Markets for International Diversification Strategies," *Journal of Financial Economics*, 50 (1998): 351–73; Kenneth Froot, Emil Dabora, "How Are Stock Prices Affected by the Location of Trade?" (Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research Working Paper W6572, May 1998). Согласно теории якорей, внимание инвесторов также должны привлекать страны, имеющие общий язык. См. Mark Grinblatt, Matti Keloharju, "Distance, Language, and Culture Bias: The Role of Investor Sophistication," *Journal of Finance*, 56 (3) (2001): 1053–73.
5. См. James D. Petersen, Cheng-Ho Hsieh, "Do Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds Explain Returns on REITs?" *Real Estate Economics*, 25 (1997): 321–45.
6. Nancy Pennington and Reid Hastie, "Reasoning in Explanation-Based Decision Making," *Cognition*, 49 (1993): 123–63.
7. См. D. W. Bolen, W. H. Boyd, "Gambling and the Gambler: A Review of Preliminary Findings," *Archives of General Psychiatry*, 18 (5) (1968): 617–29. Азартные игры заставляют человека испытывать возбуждение и волнение, а люди, которым нравится рисковать, в большей степени испытывают потребность в острых ощущениях, чем остальные. См. Marvin Zuckerman, Elizabeth Kolin, Leah Price, Ina Zoob, "Development of a Sensation-Seeking Scale," *Journal of Consulting Psychology*, 28 (6) (1964): 477–82; William F. Straub, "Sensation Seeking among High and Low-Risk Male Athletes," *Journal of Sports Psychology*, 4 (3) (1982): 243–53; Helen Gilchrist, Robert Povey, Adrian Dickenson, Rachel Povey, "The Sensation-Seeking Scale: Its Use in a Study of People Choosing Adventure Holidays," *Personality and Individual Differences*, 19 (4) (1995): 513–16.
8. См. Gideon Keren, "The Rationality of Gambling: Gamblers' Conceptions of Probability, Chance and Luck," в книге George Wright, Peter Ayton (eds.), "Subjective Probability" (Chichester, England: John Wiley and Sons, 1994), pp. 485–99.
9. См. Shlomo Benartzi, "Why Do Employees Invest Their Retirement Savings in Company Stock?" (unpublished paper, Anderson School, University of California, Los Angeles, 1999). Бенарци считает, что инвестирование сотрудниками в акции компании-работодателя сильно зависит от их доходности за последние десять лет. Он говорит, что очень редко компании предлагают своим сотрудникам скидки на покупку собственных акций и сотрудники сами принимают решение об инвестировании, и это не говорит о том, что сотруднику доступно больше информации о компании, так как уровень покупок никоим образом не определяет доходность бумаг в будущем.
10. Eldar Shafir, Itamar Simonson, Amos Tversky, "Reason-Based Choice," *Cognition*, 49 (1993): 11–36.
11. Thomas J. Stanley, William D. Danko, "The Millionaire Next Door: The Surprising Secrets of America's Wealthy" (New York: Pocket Books, 1996).
12. Baruch Fischhoff, Paul Slovic, Sarah Lichtenstein, "Knowing with Uncertainty: The Appropriateness of Extreme Confidence," *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 3 (1977): 522–64.
13. См. G. Gigerenzer, "How to Make Cognitive Illusion Disappear: Beyond 'Heuristic and Biases,'" *European Review of Social Psychology*, 2 (1991): 83–115.
14. См. Gordon W. Pitz, "Subjective Probability Distributions for Imperfectly Known Quantities" в

книге Lee W. Gregg (ed.), "Knowledge and Cognition" (Potomac, Md.: Lawrence Erlbaum Associates, 1975), pp. 29–41.

15. См. Allan Collins, Eleanor Warnock, Nelleke Acello, Mark L. Miller, "Reasoning from Incomplete Knowledge," в книге Daniel G. Bobrow, Allan Collins (eds.), "Representation and Understanding: Studies in Cognitive Science" (New York: Academic Press, 1975), pp. 383–415.

16. См. Dagmar Strahlberg, Anne Maass, "Hindsight Bias: Impaired Memory or Biased Reconstruction," *European Review of Social Psychology*, 8 (1998): 105–32.

17. См. E. J. Langer, "The Illusion of Control," *Journal of Personality and Social Psychology*, 32 (1975): 311–28; G. A. Quattrone and Amos Tversky, "Causal versus Diagnostic Contingencies: On Self-Deception and the Voter's Delusion," *Journal of Personality and Social Psychology*, 46 (2) (1984): 237–48.

18. Tversky, Kahneman, "Judgment under Uncertainty."

19. Экономисты Николас Барберис, Андрей Шлейфер и Роберт Вишни ввели такое понятие, как «эвристика представительности», в теорию избирательной самоуверенности инвесторов и в психологическую теорию ожидаемой петли обратной связи. Авторы утверждают, что инвесторы, видя, что курсы акций какое-то время движутся в одном направлении, постепенно начинают предполагать, что тренд похож на многие другие тренды, с которыми они сталкивались при иных экономических данных. Люди по природе своей консервативны и поэтому очень трудно отказываются от своего мнения. В итоге необходимо какое-то время, прежде чем инвесторы приходят к заключению, что тренд продолжит свое движение и далее. Взаимодействие между эвристикой представительности и консерватизмом определяет скорость развития спекулятивной обратной связи. См. Nicholas Barberis, Andrei Shleifer, Robert Vishny, "A Model of Investor Sentiment," *Journal of Financial Economics*, 49 (1998): 307–43. Более подробно о теории самоуверенности инвесторов и фондовом рынке см.: Nicholas Barberis, Ming Huang, Tano Santos, "Prospect Theory and Asset Prices," *Quarterly Journal of Economics*, 116 (2001): 1–53; Kent Daniel, David Hirshleifer, Avanidhar Subrahmanyam, "Investor Psychology and Security Market Over- and Underreaction," *Journal of Finance*, 53 (6) (1998): 1839–86; Harrison Hong, Jeremy C. Stein, "A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets," *Journal of Finance*, 54 (6) (1999): 2143–84.

20. Подобные идеи были официально озвучены в работах: Paul Milgrom, Nancy Stokey, "Information, Trade, and Common Knowledge," *Econometrica*, 49 (1982): 219–22; John Geanakoplos, "Common Knowledge," *Journal of Economic Perspectives*, 6 (4) (1992): 53–82.

21. Eldar Shafir, Amos Tversky, "Thinking through Uncertainty: Nonconsequential Reasoning and Choice," *Cognitive Psychology*, 24 (1992): 449–74.

Глава 9

1. Solomon Asch, "Social Psychology" (Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall, 1952), pp. 450–501.

2. Morton Deutsch, Harold B. Gerard, "A Study of Normative and Informational Social Influences upon Individual Judgment," *Journal of Abnormal and Social Psychology*, 51 (1955): 629–36.

3. Stanley Milgram, "Obedience to Authority" (New York: Harper and Row, 1974), pp. 13–54.

4. Милграм отмечал, что участники эксперимента верили в то, что экспериментатор был экспертом, который знал больше, чем они. Когда же он попытался поставить эксперимент, в котором экспериментатор не был экспертом, то обнаружил намного более слабую тенденцию среди участников к управлению шокowymi ситуациями (там же, с. 89–112). Однако Милграм, как и Эш, казалось, не отдавал себе отчета относительно информационной интерпретации результатов своих экспериментов. Он полагал, что они продемонстрировали «инстинкт повиновения», который развился на основе общего эволюционного принципа «бессмертия иерархии ценностей» (там же, с. 123–125).

5. См. S. D. Bikhchandani, David Hirshleifer, Ivo Welch, "A Theory of Fashion, Social Custom and Cultural Change," *Journal of Political Economy*, 81 (1992): 637–54; Abhijit V. Banerjee, "A Simple Model of Herd Behavior," *Quarterly Journal of Economics*, 107 (3) (1992): 797–817.

6. См. Christopher Avery, Peter Zemsky, "Multidimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Markets," *American Economic Review*, 88 (4) (1998): 724–48; In Ho Lee, "Market Crashes and Informational

Avalanches,” *Review of Economic Studies*, 65 (4) (1998): 741–60.

7. Респонденты были выбраны Survey Sampling, Inc., случайным образом из числа американцев с высоким уровнем дохода. Мы разбили все ответы на десять категорий. Получилось следующее процентное распределение 131 респондента: (1) друг или родственник (13%); (2) работник компании (21%); (3) имеющий связи с компанией (3%); (4) брокер (33%); (5) новый бизнес успешной компании (2%); (6) рекламная кампания во время проведения IPO (2%); (7) газеты и журналы (6%); (8) клиент компании (2%); (9) акции достались в наследство или в подарок (2%); (10) итоги работы подобной компании (0%). Остальные ответы невозможно было отнести к какой-либо категории. См. Robert J. Shiller, John Pound, “Survey Evidence on the Diffusion of Interest and Information among Investors,” *Journal of Economic Behavior and Organization*, 12 (1989): 47–66. Если бы мы сегодня повторили подобное исследование, то, безусловно, нам пришлось бы добавить в список еще и телевидение (которое теперь активно освещает тему бизнеса), а также Интернет. Джордж Катона, психолог-экономист, доказал, что процесс повторяющегося взаимодействия людей необходим для своего рода «социального научения», которое подвигает их к действию. Робин Барлоу со своими коллегами пришли к тому же выводу, что и мы: частные инвесторы обычно принимают решение после того, как поговорят с другими. См. Robin Barlow, Harvey E. Brazer, James N. Morgan, “Economic Behavior of the Affluent” (Washington, D.C.: Brookings Institution, 1966).

8. Amy Feldman, Bill Egbert, “Mess of an Invest: Little People in Big Trouble with 1.3 Million Scam,” *New York Daily News*, May 27, 1999, p. 5.

9. См. A. A. L. Reid, “Comparing Telephone with Face-to-Face Contact” в книге Ithiel de Sola Poole (ed.), “The Social Impact of the Telephone” (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1977), pp. 386–414.

10. Clarence Day, “Father Lets in the Telephone” в книге “Life with Father” (New York: Alfred A. Knopf, 1935), p. 178.

11. О мошенничествах с ценными бумагами в 1920-е гг. и законодательных мерах борьбы с ними читайте: Emmanuel Stein, “Government and the Investor” (New York: Farrar and Reinhart, 1941).

12. См. Norman T. Bailey, “The Mathematical Theory of Epidemics” (London: C. Griffin, 1957).

13. Логистическая кривая: $P = 1 / (1 + e^{-rt})$, где P — доля зараженного населения, r — темп заражения за единицу времени, а t — время. Это выражение является решением дифференциального уравнения $dP/P = r(1-P) dt$, где $(1-P)$ — доля населения, восприимчивого к инфекции.

14. Alan Kirman, “Ants, Rationality and Recruitment,” *Quarterly Journal of Economics*, 108 (1) (1993): 137–56.

15. См. David J. Bartholomew, “Stochastic Models for Social Processes” (New York: John Wiley and Sons, 1967).

16. Giorgio Vasari, “The Life of Leonardo da Vinci” (New York: Longmans Green and Co., 1903), p. 35.

17. “‘Mona Lisa’ Thief Gets a Year in Jail,” *New York Times*, June 6, 1914, p. 3.

18. См. Tom Burnam, “More Misinformation” (Philadelphia: Lippincott and Crowell, 1980), pp. 20–21.

19. Джон Кеннет Гэлбрейт положил конец мифу о суицидах. Тем не менее уровень самоубийств в Нью-Йорке в 1930-е гг. с наступлением Великой депрессии действительно вырос. См. Galbraith, “The Great Crash: 1929,” pp. 132–37.

20. Размер выборки: 30 (контрольная) и 40 (экспериментальная). См. Shiller, Pound, “Survey Evidence,” p. 54.

21. См. N.R.F. Maier, “Reasoning in Humans, II: The Solution of a Problem and Its Appearance in Consciousness,” *Journal of Comparative Psychology*, 12 (1931): 181–94. См. также Robert E. Nisbett, Timothy DeCamp Wilson, “Telling More than We Can Know: Verbal Reports on Mental Processes,” *Psychological Review*, 84 (3) (1977): 231–59.

Глава 10

1. См. Eugene Fama, “Efficient Capital Markets: A Review of Empirical Work,” *Journal of Finance*, 25 (1970): 383–417.

2. George Gibson, “The Stock Markets of London, Paris and New York” (New York: G.P. Putnam’s

Sons, 1889), p. 11.

3. Joseph Stagg Lawrence, "Wall Street and Washington" (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1929), p. 179.

4. Следовать советам профессиональных аналитиков — дело полезное, если не брать в расчет торговые издержки, которые будут весьма ощутимы из-за частых изменений в их прогнозах. См. Womack, "Brokerage Analysts' Recommendations"; Brad Barber et al., "Can Investors Profit from the Prophets? Consensus Analyst Recommendations and Stock Returns," *Journal of Finance* 56 (1) (2001): 531–63. Последний утверждает, что, несмотря на торговые издержки, инвесторам, «которые размышляют о покупке или продаже акций, лучше всего приобретать бумаги в компаниях с более благоприятными усредненными рекомендациями и продавать бумаги тех, чьи оценки менее оптимистичны» (стр. 562).

5. Judith Chevalier, Glenn Ellison, "Are Some Mutual Fund Managers Better than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance," *Journal of Finance*, 54 (3) (1999): 875–99.

6. См., например, William Goetzmann, Roger Ibbotson, "Do Winners Repeat? Patterns in Mutual Fund Performance," *Journal of Portfolio Management*, 20 (1994): 9–17; Edwin J. Elton, Martin Gruber, Christopher R. Blake, "Survivorship Bias and Mutual Fund Performance," *Review of Financial Studies*, 9 (4) (1996): 1097–120; Edwin J. Elton, Martin Gruber, Christopher R. Blake, "The Persistence of Risk Adjusted Mutual Fund Performance," *Journal of Business*, 69 (1996): 133–37.

7. См. Brad M. Barber, Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, Terrance Odean, "Do Individual Day Traders Make Money? Evidence from Taiwan" (unpublished paper, University of California, Davis, 2004).

8. Andrew Edgecliffe, "eToys Surges after Listing," *Financial Times*, May 21, 1999, p. 29.

9. Теоретически наличие ограничений на короткие продажи может также привести к ситуации, когда цены на активы будут превышать их истинную стоимость даже при отсутствии фанатиков, т.е. когда все ведут себя сугубо рационально, и даже в экономических моделях, где все знают, что цена (курс) откатится назад в определенный момент в будущем. Экономисты-математики представили теоретическую модель рациональных ожиданий с условием общеизвестного факта переоцененности активов, когда существование ограничения коротких продаж препятствует обратной индукции всем известной конечной стоимости. Все знают, что цена упадет, но все же иногда могут возникать ситуации, когда все думают, что смогут кому-нибудь продать актив по более высокой цене прежде, чем она упадет. См. Franklin Allen, Stephen Morris, Andrew Postlewaite, "Finite Bubbles with Short Sale Constraints and Asymmetric Information," *Journal of Economic Theory*, 61 (1993): 206–29.

10. См. Charles M. Jones, Owen A. Lamont, "Short Sale Constraints and Stock Returns," *Journal of Finance* (November 2002).

11. См. Owen A. Lamont, Richard H. Thaler, "Can the Market Add and Subtract? Mispricing in Stock Market Carve-Outs," *Journal of Political Economy*, 111 (2003): 227–68.

12. См. Stephen Figlewski, "The Informational Effects of Restrictions on Short Sales: Some Empirical Evidence," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 16 (1981): 463–76. Оценка Фиглевски трудностей, возникающих в связи с ограничениями проведения коротких продаж, возможно, не очень корректна. По другим оценкам, прогнозируемая доходность выше. См. Joseph Chen, Harrison Hong, Jeremy C. Stein, "Breadth of Ownership and Stock Returns," *Journal of Financial Economics*, 66 (2002): 171–205; Anna Scherbina, "Stock Prices and Differences in Opinion: Empirical Evidence That Prices Reflect Optimism" (working paper, Kellogg Graduate School of Management, April 2001).

13. Sanjoy Basu, "The Investment Performance of Common Stocks Relative to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Markets," *Journal of Finance*, 32 (3) (1977): 663–82; Eugene Fama, Kenneth French, "The Cross Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance*, 47 (1992): 427–66. Руководители компаний также, скорее всего, знают, когда их акции относительно переоценены рынком и стремятся реже проводить новые эмиссии. Таким образом, подобная ситуация с финансированием собственного капитала представляет собой негативный сигнал с точки зрения будущих доходов. См. Malcolm Baker, Jeffrey Wurgler, "The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns," *Journal of Finance*, 55 (5) (2000): 2219–57.

14. Werner De Bondt, Richard H. Thaler, "Does the Stock Market Overreact?" *Journal of Finance*, 40

(3) (1985): 793–805; James Poterba, Lawrence Summers, “Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications,” *Journal of Financial Economics*, 22 (1988): 26–59.

15. Jay R. Ritter, “The Long-Run Performance of Initial Public Offerings,” *Journal of Finance*, 46 (1) (1991): 3–27.

16. Реклама с цитатой Линча была буквально повсюду. Например, в сентябрьском номере *Mutual Funds* 1999 г. (с. 37). В рекламе была отсылка на индекс S&P 500, но в ней не говорилось, за какой период. Найдя интервал с самыми высокими темпами роста прибыли и не корректируя их на инфляцию, я могу примерно воспроизвести цифры, на которые ссылается объявление. Для максимизации роста прибыли в качестве отправной точки выбирают время сразу после окончания Второй мировой войны, когда прибыль в связи с войной была не столь значительна, а также на дне рецессии в октябре 1945 г. Со второго квартала 1946 г. по третий квартал 1997 г. прибыли компаний, входящих в индекс S&P, увеличились в 48 раз. В период с июня 1946 г. по апрель 1998 г. индекс S&P Composite вырос в 60 раз. Таким образом, приведенные Линчем данные более-менее укладываются в рамки указанных интервалов. Но если кто-то выберет другие интервалы, то результат будет совершенно иным. С четвертого квартала 1947 г. по четвертый квартал 1998 г. прибыль увеличилась всего в 23 раза, тогда как с декабря 1947 г. по апрель 1999 г. индекс S&P Composite вырос в 83 раза. Как видим, периоды выборки отличаются незначительно, а впечатление создается совершенно иное, чем от рекламы. Результаты показывают более значительный рост курса, чем прибыли.

За период с 1946 по 1997 г. индекс цен производителей вырос в семь раз. Таким образом, реальная прибыль за этот период увеличилась всего в семь раз, а значит, темп роста прибыли составил примерно 4% в год. С четвертого квартала 1947 г. по четвертый квартал 1998 г. темп роста реальной прибыли составил всего 3% в год. Рост прибыли, скорректированной на инфляцию, в течение всего этого периода нельзя назвать внушительным. Но реклама — за счет правильно выбранного интервала, сообщая об изменениях в течение очень длительного периода времен, но не корректируя их на инфляцию, — создает ложное впечатление, что столь внушительный рост курса обусловлен значительным увеличением прибыли.

17. См. Campbell, Shiller, “Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook,” pp. 11–26; и John Y. Campbell, Robert J. Shiller, “Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook: An Update,” в книге “Advances in Behavioral Finance II”, Richard Thaler (ed.) (New York: Sage Foundation, 2005). На рис. 10.1 годовая доходность в течение десяти лет — с 1995 по 2005 г. — была вычислена на основе данных, доступных в ноябре 2004 г.

18. Некоторые заявляют, что коэффициенты (прибыль-цена, дивиденд-цена или соотношения иных измерителей действительной стоимости к цене/курсу) помогают прогнозировать доходность. В своем учебнике «Ценообразование активов» (Asset Pricing) Джон Кокрейн категорически утверждает это в одной из врезок под названием «Коэффициенты дивиденд-цена и прогнозирование чрезмерной доходности акций». См. John Cochrane, “Asset Pricing” (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2001), p. 389.

Однако в современной научной литературе до сих пор не решен вопрос статистической значимости. Остаются неразрешенными определенные статистические сложности, в первую очередь связанные с проблемой (почти) единичных корней в коэффициентах и зависимости как независимых, так и зависимых переменных в цене. Есть также и другие проблемы статистического плана: склонность к исключительно масштабным изолированным наблюдениям; проблемы релевантности асимптотической теории распределения в небольших выборках; вопросы смены правительства (строая); проблемы измерения основных данных; а также трудность интерпретации комплексных статистических данных, представленных исследователем избирательно, возможно исходя из своего предвзятого отношения к информации.

Джонатан Льюэллен, используя данные по США, утверждал, что в коэффициентах не должно быть единичного корня, и, исходя из этого, заключил, что коэффициент дивиденд-цена, коэффициент балансовая-рыночная стоимость и коэффициент прибыль-цена являются статистически значимыми с точки зрения прогнозирования доходности. См. Jonathan Lewellen, “Predicting Returns with Financial Ratios” (Cambridge Mass.: MIT Sloan Working Paper No. 4374, August 2002; перепечатка в *Journal of*

Financial Economics).

И все же Уолтер Торус, Россен Валканов и Шу Ян допускают возможность существования единичных корней при определении границ для авторегрессионного параметра и утверждают, что, исходя из данных по США, есть уверенность в возможности прогнозировать, основываясь на показателях коэффициентов, но лишь в краткосрочной перспективе. См. Walter Torous, Rossen Valkanov, Shu Yan, "On Pre-dicting Stock Returns with Nearly Integrated Explanatory Variables," *Journal of Business*, 78 (1) (2005).

Джон Кэмпбелл и Мотохиро Його, используя данные американского фондового рынка начиная с 1871 г., провели более глубокое исследование, также основанное на определении границ авторегрессионного параметра, и пришли к выводу, что как коэффициент дивиденд-цена, так и коэффициент прибыль-цена являются значимыми с точки зрения прогнозирования избыточной доходности акций. См. John Y. Campbell, Motohiro Yogo, "Efficient Tests of Stock Return Predictability" (Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research Working Paper No. w10026, October 2003).

Амит Гоял и Иво Уэлч провели тесты прогнозных регрессионных моделей за пределами выборки, используя коэффициенты, и пришли к выводу, что оцениваемые взаимосвязи не были стабильны за пределами выборки. См. Amit Goyal, Ivo Welch, "Predicting the Equity Premium with Dividend Ratios," *Management Science*, 49 (2003): 639–54.

Эндрю Анг и Гирт Бекарт исследовали данные по пяти странам мира и пришли к заключению, что точность прогноза доходности с помощью коэффициента дивиденд-цена варьируется в разных странах. См. Andrew Ang, Geert Bekaert, "Stock Return Predictability: Is It There?" (unpublished paper, Columbia University, 2004).

Россен Валканов получил ряд новых результатов относительно совмещенных наблюдений и регрессионной модели долгосрочного прогнозирования и пришел к выводу, что коэффициент дивиденд-цена не является статистически значимым с точки зрения прогнозирования доходности. См. Rossen Valkanov, "Long-Horizon Regressions: Theoretical Results and Applications," *Journal of Financial Economics*, 68 (2003): 201–32.

Эрик Хьяульмарссон был первым, кто проанализировал агрегированные показатели фондовых рынков 40 стран с суммарной регрессией, и его результаты, в общем и целом, но не всегда, сводились к отсутствию статистической значимости регрессий, использующих коэффициенты для прогнозирования доходности. См. Erik Hjalmarsen, "Predicting Global Stock Returns with New Methods for Pooled and Long-Run Forecasting Regressions" (unpublished paper, Yale University, 2004).

Очень трудно уловить нюансы рассматриваемых проблем в данных работах. Чтобы окончательно разрешить эти проблемы, потребуются годы исследований и анализа.

19. Кроме этой долгосрочной тенденции к развороту трендов, существует краткосрочная слабая тенденция к импульсивному продолжению движения курса акций в том же направлении. См. Campbell, Lo, Mackinlay, "The Econometrics of Financial Markets"; Jegadeesh, Titman, "Returns to Buying Winners and Selling Losers"; Lehmann, "Fads, Martingales, and Market Efficiency."

20. Еще много лет назад было доказано, что со временем дивиденды склонны вести себя так же, как и долгосрочное скользящее среднее значение прибыли. См. Lintner, "The Distribution of Incomes of Corporations."

21. Экономисты Роберт Барски и Брэд Де Лонг заявили, что изменения курса акций, как можно предположить, при совпадении с динамикой изменения дивидендов по большому счету не были результатом спекулятивного поведения инвесторов. См. Robert Barsky, J. Bradford De Long, "Why Have Stock Prices Fluctuated?" *Quarterly Journal of Economics*, 108 (1993): 291–311. Они считали, что, возможно, люди слишком рациональны, чтобы предположить, что недавний рост дивидендов продолжится и в будущем даже несмотря на то, что в прошлом подобный темп роста не был слишком продолжительным.

Кеннет Фрут и Морис Обстфельд, объясняя то же проявление единого направления изменения курсов и дивидендов, выдвинули теорию существования модели «естественного пузыря», в которой курсы реагируют слишком активно, но фактически рационально, на изменения в дивидендной политике. Согласно их теории, курсы акций в определенном смысле слишком остро реагируют на то,

что происходит с дивидендами, но на подобном поведении невозможно заработать. См. Kenneth Froot, Maurice Obstfeld, "Intrinsic Bubbles: The Case of Stock Prices," *American Economic Review*, 81 (1991): 1189–214. Но «гарантированный курс» соответствует фактическому не более чем сами дивиденды фактическому курсу, за исключением того факта, что их модель, согласно которой курсы акций более отзывчивы на рост дивидендов, после 1950 г. еще больше приближает величину гарантированного курса к фактической.

22. Неплохой обзор всех этих отклонений можно найти в работе: Siegel, "Stocks for the Long Run," pp. 254, 259, 91–104, 264–66.

23. Непостоянство отклонений, описанное в работах по эффективности рынка, также, согласно различным эконометрическим методам, используется в разных исследованиях. См. Tim Loughran, Jay R. Ritter, "Uniformly Least Powerful Tests of Market Efficiency," *Journal of Financial Economics*, 55 (2000): 361–89.

24. Merton Miller, "Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends" в книге Robin M. Hogarth, Melvin W. Reder (eds.), "Rational Choice: The Contrast between Economics and Psychology" (Chicago: University of Chicago Press, 1986), p. 283.

25. Robert J. Shiller, "Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Movements in Dividends?" *American Economic Review*, 71 (3) (1981): 421–36; Stephen LeRoy, Richard Porter, "Stock Price Volatility: A Test Based on Implied Variance Bounds," *Econometrica*, 49 (1981): 97–113. См. также Sanford J. Grossman, Robert J. Shiller, "The Determinants of the Variability of Stock Market Prices," *American Economic Review*, 71 (1981): 222–27.

26. Чтобы рассчитать приведенную стоимость дивидендов за любой заданный месяц, по каждому последующему месяцу суммируется текущая дисконтированная стоимость фактически выплаченных дивидендов за заданный год в последующем году. Данная текущая дисконтированная стоимость равна фактическим дивидендам, деленным на $(1+r)^t$, где r — фактическая годовая ставка дисконтирования, t — количество лет с заданного по последующий за отчетным год. Первый вариант приведенной стоимости дивиденда на рис. 10.2 рассчитан с использованием постоянной ставки дисконтирования r , равной геометрической средней фактической годовой доходности на рынке с 1871 по 2002 г. Допущение, что r — константа в течение всего периода времени, соответствует допущению теории эффективных рынков, что ожидаемая доходность на рынке — тоже константа в течение всего периода времени, т.е. нет такого понятия благоприятного или неблагоприятного времени для входа на фондовый рынок с точки зрения прогнозируемой доходности. Во втором варианте приведенной стоимости дивидендов на рис. 10.2 в качестве ставки дисконтирования используется годовая процентная ставка (см. Шиллер, «Волатильность рынка», гл. 26 и обновления) плюс постоянная «премия за риск», и, таким образом, геометрическая средняя фактической доходности на рынке будет равна исторической геометрической средней ставки дисконтирования. В третьем варианте приведенной стоимости дивидендов на рис. 10.2 ставка дисконтирования выводится из агрегированных фактических данных о потреблении на душу населения при допущении, что коэффициент относительной несклонности к риску равен 3. Это соответствует модели, описанной в работах: Robert E. Lucas, "Asset Prices in an Exchange Economy," *Econometrica*, 46 (1978): 1429–45; Sanford J. Grossman, Robert J. Shiller, "The Determinants of the Variability of Stock Market Prices," *American Economic Review*, 71 (1981): 222–27. Все представленные здесь варианты приведенной стоимости подробно описаны в статье: Robert J. Shiller, "From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance," *Journal of Economic Perspectives*, 17 (2003): 83–104.

Конечно, сегодня мы не знаем, какими будут дивиденды в последующие годы. Для расчета приведенной стоимости дивидендов я сделал допущение, что фактический размер дивидендов вырастет в 1,25 раза от их стоимости в 2002 г., т.е. на величину их исторического среднего темпа роста, начиная с 1871 г., который равняется 0,1% в месяц.

Коэффициент 1,25 представляет собой грубую поправку в ситуации, когда ставки выплаты дивидендов за последние годы упали до уровня примерно 80% от их исторического среднего значения (дивиденды как доля десятилетней скользящей средней прибыли). Необходимость в допущении относительно фактического роста дивидендов после 2002 г. говорит о том, что более свежие показатели

приведенной стоимости дивидендов, указанные на рисунке, не могут считаться надежными и не могут выражать фактическую приведенную стоимость дивидендов. Однако цифры по приведенной стоимости дивидендов за пару-тройку десятилетий и даже больше, до 2002 г., скорее всего, достаточно точны, так как данные за последующие после 2002-го годы в большей степени дисконтированы и приведены к текущей стоимости.

Есть сомнение, что при расчете последних дивидендов могут быть занижены оценки денежных потоков от компании инвесторам. Кевин Коул, Джин Хелвидж, Дэвид Ластер (Kevin Cole, Jean Helwege, David Laster “Stock Market Valuation Indicators: Is This Time Different?”, *Financial Analysts Journal*, 52 [1996]: 56–64) полагают, что если рассматривать выкуп акций как некую форму выплаты дивидендов, то в середине 1990-х гг. отношение дивиденда к цене было бы выше примерно на 80 пунктов. Подобная корректировка все равно бы оставила показатели отношения дивиденда к цене по компаниям из индекса S&P Composite намного ниже их исторических минимумов, достигнутых к этому времени. Лян и Шарп в своей работе «Обратные выкупы акций и опционы на покупку акций для сотрудников» (Share Repurchases and Employee Stock Options) указывают: допущение Коула, Хелвиджа и Ластера, что выпуск акций происходит по рыночной цене, является ошибочным, так как эмиссии часто проводят в рамках реализации опционных схем для сотрудников компании. Сам факт того, что эмиссии акций проводятся по цене ниже рыночной, можно интерпретировать как сокращение конечной приведенной стоимости дивидендов ниже уровня, отраженного на рис. 10.2.

27. Следует отметить что, согласно теории эффективных рынков, кривая курса акций не обязана быть более плавной, чем кривая приведенной стоимости дивидендов, а лишь менее волатильной. В своей первой статье по избыточной волатильности я постарался подробно изложить данную идею. См. Robert J. Shiller, “The Volatility of Long-Term Interest Rates and Expectations Models of the Term Structure,” *Journal of Political Economy*, 87 (1979): 1062–88. Но некоторые критики не обратили внимания на мою статью и через какое-то время представили то же самое за свежую и оригинальную идею. См. Allan Kleidon, “Variance Bounds Tests and Stock Price Valuation Models,” *Journal of Political Economy*, 94 (1986): 953–1001. Глядя на этот рисунок, невозможно сделать какие-либо определенные выводы относительно эффективных рынков. Тем не менее я считаю, что рисунок весьма показателен. На нем наглядно прослеживается отсутствие в агрегированных данных американского фондового рынка каких-то значительных доказательств того, что признаки эффективных рынков существуют. Анализ рисунка может помочь нам избавиться от ошибочных представлений о природе доказательств эффективности рынков.

28. Мы с Сэнфордом Гроссманом в своей работе «Основные факторы вариативности курсов акций на фондовом рынке» (“The Determinants of the Variability of Stock Market Prices”) все же описали рынок в целом как чрезмерно волатильный.

29. Их аргументация связана с увязкой компаниями выплаты дивидендов с курсом своих акций, что позволяет избежать в определенной степени статичности размера дивидендов. См. Terry A. Marsh, Robert C. Merton, “Dividend Variability and Variance Bounds Tests for the Rationality of Stock Market Prices,” *American Economic Review*, 76 (3) (1986): 483–98. В свою очередь, я заявил, что, несмотря на корректность их модели с технической точки зрения, она вряд ли применима к тому, что происходило в США за последний век. См. Robert J. Shiller, “The Marsh-Merton Model of Managers’ Smoothing of Dividends,” *American Economic Review*, 76 (3) (1986): 499–503. Теперь все споры неактуальны в силу того, что в работах по эконометрике при проверке ситуации на избыточность волатильности больше не используется допущение наличия стационарности дивидендов для устранения влияния на них существующих трендов. См. John Y. Campbell, John Ammer, “What Moves Stock and Bond Markets? A Variance Decomposition for Long-Term Asset Returns,” *Journal of Finance*, 48 (1) (1993): 3–38.

30. Вместе с Кэмпбеллом я разработал коинтегрированную логарифмически линейную модель векторной авторегрессии, способную представить модель эффективных рынков в различной форме. См. John Y. Campbell, Robert J. Shiller, “The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors,” *Review of Financial Studies*, 1 (1988): 195–228; Shiller, “Market Volatility”; Campbell, Lo, Mackinlay, “Econometrics of Financial Markets”, pp. 253–337.

31. См. Campbell, Shiller, “The Dividend-Price Ratio.”

32. См. Campbell, Ammer, “What Moves Stock and Bond Markets?”.

33. См. Shiller, “Market Volatility”, pp. 197–214.

34. Пол Самуэльсон (Paul A. Samuelson) как-то сказал, что курсы акций «эффективны на микроуровне» и «неэффективны на макроуровне». Таким образом, гипотеза существования эффективных рынков в большей мере работает в отношении отдельных акций, чем фондового рынка в целом. Подтверждения слов Самуэльсона вы можете найти в следующих работах: Jeeman Jung, Robert J. Shiller, “Samuelson’s Dictum for the Stock Market,” *Economic Inquiry* (2005); Randolph Cohen, Christopher Polk, Tuomo Vuolteenaho, “The Value Spread,” *Journal of Finance*, 58 (2003): 609–42; Tuomo Vuolteenaho, “What Drives Firm-Level Stock Returns?” *Journal of Finance*, 57 (2002): 233–64.

Глава 11

1. Экономисты долго ломали голову над тем, почему премия за акционерный риск была всегда столь высока. Как, спрашивается, могло случиться, что в течение столь длительного времени люди не вкладывали больше в акции, учитывая, что по уровню доходности те превышали все другие виды инвестиций? См. Raj Mehra, Edward C. Prescott, “The Equity Premium Puzzle,” *Journal of Monetary Economics*, 15 (1988): 145–61. Согласно теории познания, о которой идет речь в этой главе, загадка премии за акционерный риск остается в прошлом, поскольку люди наконец поумнели.

2. Edgar Lawrence Smith, “Common Stocks as Long-Term Investments” (New York: Macmillan, 1924).

3. Kenneth S. Van Strum, “Investing in Purchasing Power” (Boston: Barron’s, 1925).

4. Fisher, “Stock Market Crash”, pp. 202, 99. Удивительно, что он использует выражение «в период падения доллара», так как на протяжении всей книги отмечает, что 1920-е гг. были временем исключительно стабильных цен. Возможно, он имел в виду, что это имело место «даже при падении доллара» в один из периодов 1920-х гг., когда в стране наблюдался небольшой рост инфляции. Он не мог говорить об обменном курсе доллара в силу того, что тогда еще существовало такое понятие, как золотой стандарт.

5. Dice, “New Levels in the Stock Market,” p. 126.

6. Franklin L. Dame, “Public Interest in Business Is Found Growing,” *New York Herald Tribune*, January 2, 1929, p. 30.

7. Siegel, “Stocks for the Long Run,” p. 15.

8. См. Ibbotson Associates, «Акции, облигации, векселя и инфляция» (“Stocks, Bonds, Bills and Inflation”), табл. 2–9, с. 46, или данные на моем веб-сайте www.rrationalexuberance.com.

9. Согласно информации, приведенной Ibbotson Associates в «Акции, облигации, векселя и инфляция» (табл. 2–11, с. 50), с 1926 г. в течение 20 лет доходность акций никогда не падала ниже уровня краткосрочных процентных ставок. У них нет данных за период с 1901 по 1921 г. По моим данным, приведенным в книге «Волатильность рынка» (Market Volatility), где в обновленной версии для измерения уровня инфляции после 1913 г. я использовал индекс потребительских цен, было небольшое отставание доходности акций от уровня краткосрочных процентных ставок в 1966–1986 гг. и в 1901–1922 гг., а несовпадение результатов моих исследований и Ibbotson за 1966–1986 гг. можно отнести к различиям в определении краткосрочной процентной ставки (коммерческие бумаги и казначейские векселя) и небольшой разницы во времени.

10. См. Philippe Jorion, William N. Goetzmann, “Global Stock Markets in the Twentieth Century,” *Journal of Finance*, 54 (3) (1999): 953–80; Stephen J. Brown, William N. Goetzmann, Stephen A. Ross, “Survival,” *Journal of Finance*, 50 (3) (1995): 853–73. Джереми Сигел обращает внимание на то, что с финансовой прибылью медиана в общем и целом намного ниже среднего значения, а средние темпы роста во всех указанных странах не такие уж и низкие. См. Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, “Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment History” (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2002).

11. James K. Glassman, Kevin A. Hassett, “Are Stocks Overvalued? Not a Chance,” *Wall Street Journal*, March 30, 1998, p. 18; “Stock Prices Are Still Far Too Low,” March 17, 1999, p. 26; цитата взята из статьи за 1999 г.

12. James K. Glassman, Kevin Hassett, "Dow 36,000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market" (New York: Times Business/Random House, 1999), p. 140.

13. См., к примеру, William Goetzmann, Roger Ibbotson, "Do Winners Repeat? Patterns in Mutual Fund Performance," *Journal of Portfolio Management*, 20 (1994): 9–17; Edwin J. Elton, Martin Gruber, Christopher R. Blake, "Survivorship Bias and Mutual Fund Performance," *Review of Financial Studies*, 9 (4) (1996): 1097–120; Edwin J. Elton, Martin Gruber, Christopher R. Blake, "The Persistence of Risk Adjusted Mutual Fund Performance," *Journal of Business*, 69 (1996): 133–37.

14. Поскольку взаимные фонды дают частным инвесторам возможность лучше диверсифицировать свои вложения, риск инвестиций в акции снижается, и, таким образом, рост количества фондов может привести к снижению размера премии за риск для инвестора. По мнению Джона Хитона и Деборы Лукас, возросший уровень диверсификации «лишь отчасти оправдывает сегодняшний высокий уровень соотношения стоимости дивидендов к цене акции в США». Хитон и Лукас поднимают актуальную и весьма важную проблему; тем не менее к их теории есть небольшие претензии, поскольку она рассматривает частных инвесторов как людей с абсолютно рациональным поведением в любых условиях, но при этом не объясняет, почему до последнего времени они так мало инвестировали во взаимные фонды. См. John Heaton, Deborah Lucas, "Stock Prices and Fundamentals" (unpublished paper, Northwestern University, 1999).

Глава 12

1. См. Case and Shiller, "The Efficiency of the Market for Single Family Homes."

2. Американская федерация потребителей в своем исследовании, проведенном в 2004 г., обнаружила, что 33% американцев с доходом ниже \$25 000 предпочитали брать ипотечные кредиты с плавающей процентной ставкой, в то время как среди тех, чей годовой доход превышал \$50 000, таковых нашлось лишь 20%. Кроме того, оказалось, что свои предпочтения ипотечным кредитам с плавающей ставкой отдали 37% латиноамериканцев, 31% афроамериканцев и лишь 23% белых; а также 26% имеющих лишь аттестат и 21% окончивших колледж. Наряду с этим в ходе исследования выяснилось, что указанные группы малоимущих американцев относительно плохо осознают потенциальную возможность увеличения ипотечных платежей, к которому приведет повышение процентных ставок. См. исследование Американской федерации потребителей «Малоимущие и представители меньшинств предпочитают брать ипотечные кредиты с плавающей ставкой, недооценивая возникающие риски» ("Lower-Income and Minority Consumers Most Likely to Prefer and Under-estimate Risks of Adjustable Rate Mortgages," http://www.consumerfed.org/072604_ARM_Survey_Release.pdf (Washington, D.C.)).

3. См. Ray C. Fair, "How Much Is the Stock Market Overvalued?" (unpublished paper, Cowles Foundation, Yale University, 1999). Переработанное издание: Ray C. Fair, "Fed Policy and the Effects of a Stock Market Crash on the Economy: Is the Fed Tightening Too Little and Too Late?" *Business Economics* April 2000 pp. 7–14. Через пять лет после того, как Фэйр это написал, прибыль компаний после вычета налогов в первом квартале 2004 г. выросла до уровня 8,5% от ВВП, с 6,5% в первом квартале 1999 г. Подобные темпы роста, если их разумно экстраполировать, не дадут нам уровень прибыли в 12% ВВП, но все же это будет достаточно близко. Означает ли это, что Фэйр ошибался, не веря в рост корпоративной прибыли и непротивление этому общества? Не думаю. Во-первых, последние взлеты и падения прибыли компаний плохо стимулируют экстраполирование подобных темпов роста прибыли. Нередко вскоре после восстановления экономики от очередного спада наблюдался взлет показателя доли прибыли компаний в ВВП. Во-вторых, рост прибыли в основном происходил благодаря снижению налогов на прибыль и сокращению компаниями своих затрат, а не за счет способности компании больше зарабатывать. Нельзя экстраполировать снижение налогов на периоды, когда правительство испытывает значительный дефицит бюджетных средств или под угрозой находится финансирование системы социального обеспечения и здравоохранения. У сокращения затрат также есть свой предел.

4. См. Arthur B. Kennickell, "A Rolling Tide: Changes in the Distribution of Wealth in the U.S.,

1989–2001,” <http://www.federalreserve.gov/pubs/oss/oss2/papers/concentration.2001.10.pdf> (Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, September 2003), Table 11.

5. См. William D. Nordhaus, Joseph G. Boyer, “Requiem for Kyoto: An Economic Analysis of the Kyoto Protocol” (New Haven, Conn.: Yale University, Cowles Foundation Discussion Paper No. 1201, November 1998).

6. Счета движения капитала Федеральной резервной системы США не разделяют средства некоммерческих организаций и домохозяйств (но первых относительно немного). Согласно данным табл. В100е, вложения некоммерческих организаций и домохозяйств в акции компаний и паи взаимных фондов упали с \$14,7 трлн (1999 г.) до \$8,5 трлн (2002 г.), т.е. на \$6,2 трлн. Согласно данным Таблицы В100, инвестиции домохозяйств и некоммерческих организаций в недвижимость достигли уровня \$10,3 трлн (1999 г.). Таким образом, снижение стоимости инвестиций в фондовый рынок равен потерям 60% инвестиций на рынке недвижимости в 1999 г.

7. Консультативный совет по управлению целевыми фондами, “Managing Educational Endowments: Report to the Ford Foundation (*Barker report*)” (New York: Ford Foundation, 1969); Kathleen Teltsch, “Streamlining the Ford Foundation,” *New York Times*, October 10, 1982, p. 41. О влиянии краха фондового рынка в 1973–1974 гг. на целевые фонды Гарварда, Рочестера и Йеля можно прочесть здесь: Andrew Tobias, “The Billion-Dollar Harvard-Yale Game,” *Esquire*, December 19, 1978, pp. 77–85. В этой статье рассказывается о том, как Йель, откликнувшийся на призыв фонда Форда в 1969 г. больше инвестировать в акции, вложил большую часть своих пожертвований в корпоративные бумаги буквально накануне краха 1973–1974 гг., о чем руководство университета потом сильно жалело. После выхода статьи историю о неудачных инвестициях Йеля стали очень часто использовать в качестве примера. Но при более внимательном прочтении статьи Тобиаса видно, что его собственные данные противоречат его выводу. На самом деле, хоть Йель и сильно пострадал в результате краха фондового рынка 1973–1974 гг., университет не увеличивал объема инвестиций в акции после выхода отчета фонда Форда, в действительности же как раз перед разразившимся кризисом он снизил свои риски вложений в акции.

8. По данным последнего исследования Организации экономического сотрудничества и развития, норма сбережений домохозяйств с 1984 по 2001 г. снизилась в таких странах, как Австралия, Австрия, Бельгия, Канада, Финляндия, Италия, Япония, Корея, Новая Зеландия, Португалия, Испания, Великобритания и Соединенные Штаты. Вдвое меньше стран показали рост нормы сбережения. Среди них: Франция, Германия, Нидерланды, Норвегия, Швеция и Швейцария.

9. См. Laurence J. Kotlikoff, Scott Burns, “The Coming Generational Storm” (Cambridge, Mass.: MIT Press, 2004).

10. Christine Triano, “Private Foundations and Public Charities: Is It Time to Increase Payout?” <http://www.nng.org/html/ourprograms/campaign/payoutppr-table.html#fulltext> (National Network of Grantmakers, 1999).

11. Среди прочих Йельский университет с 2000 г. значительно снизил влияние на него спадов на фондовом рынке, ограничив объем инвестиций в корпоративные бумаги. См. David Swensen, “Pioneering Portfolio Management” (Glencoe, Ill.: Free Press, 2000).

12. См. Shlomo Benartzi, Richard Thaler, “Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving,” *Journal of Political Economy*, 112 (1) (2004): S164-S187.

13. Я постарался понять причины незаинтересованности людей в индексировании своих пенсионных контрактов. Причина, на мой взгляд, связана с денежной иллюзией, тенденцией видеть в валютном курсе истинный индикатор стоимости (см. гл. 3), отказом принимать во внимание риски, связанные с изменением цен (курсов), а также с недоверием к формулам и индексам цен. См. Robert J. Shiller, “Public Resistance to Indexation: A Puzzle,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1 (1997): 159–211.

14. «В среднем попавшие в базу данных Института исследований выплат сотрудникам (EBRI) и Института инвестиционных компаний (ICI) в 2003 г. 67% всех средств своих планов напрямую или опосредованно инвестировали в акции или любые производные ценные бумаги — фонды акций, акции компаний и доли акций в сбалансированных фондах». См. Sara Holden, Jack VanDerhei, “401 (k) Plan

Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2003,” *Investment Company Institute Perspective*, 10 (2) (2004): 1–16. По словам одного управляющего пенсионными планами TIAA-CREF, средняя величина размещения средств на фондовом рынке достигла своего пика в 2000 г. — 64,1% и с тех пор упала до 54,3% (2003 г.). Доля размещенных средств в облигациях, индексируемых на инфляцию, с 2000 г. увеличилась, но лишь до 1,6% (2003 г.). См. TIAA-CREF Institute, “Participant Asset Allocation Report,” <http://www.tiaa-crefinstitute.org/Data/statistics/pdfs/AAdec2003.pdf>, Table 3.

15. Данные анализа активов пенсионеров можно посмотреть здесь: Alan L. Gustman, Thomas L. Steinmeier, “Effects of Pensions on Savings: Analysis with Data from the Health and Retirement Survey,” *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 50 (1999): 271–324.

16. См. Министерство труда США, Управление пенсионных и социальных выплат «Обучение инвесторов: окончательное правило» (“Participant Investment Education: Final Rule”), 29 CFR Part 2509, Interpretive Bulletin 96–1, Federal Register, 61 (113) (1996): 29,585–90); или <http://www.dol.gov/dol/pwba/public/regs/fedreg/final/96-14093.htm>.

17. См. Robert J. Shiller, “Social Security and Institutions for Intergenerational, Intragenerational and International Risk Sharing,” *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 50 (1999): 165–204.

18. Конечно, есть еще одна проблема: если мы перейдем на пенсионный план с фиксированными взносами, кто будет выполнять текущие обязательства перед нынешними пенсионерами? См. John Geanakoplos, Olivia S. Mitchell, Stephen P. Zeldes, “Social Security Money’s Worth” в книге Olivia S. Mitchell, Robert J. Myers, Howard Young (eds.), “Prospects for Social Security Reform” (Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 1999), pp. 79–151.

19. См. Shiller, “Social Security and Institutions”; Shiller, “The New Financial Order: Risk in the 21st Century” (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2003), pp. 165–74.

20. Указанные события описаны в книге: Yukio Noguchi, “Baburu no Keizaigaku ” (Tokyo: Nihon Keizai Shimbun Sha, 1992). Предположение о том, что пузырь может не лопнуть и без проведения соответствующей денежно-кредитной политики, также выглядит достаточно разумным, и в спекулятивных ожиданиях наблюдались определенные изменения, что позволило предположить иное происхождение снижения на японском фондовом рынке. См. Robert J. Shiller, Fumiko Kon-Ya, Yoshiro Tsutsui, “Why Did the Nikkei Crash? Expanding the Scope of Expectations Data Collection,” *Review of Economics and Statistics*, 78 (1) (1996): 156–64.

21. См. Barry Eichengreen, “Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression: 1919–1939” (New York: Oxford University Press, 1992), Table 12.1, p. 351.

22. “Courtelyou Puts in \$25,000,000,” *New York Times*, October 24, 1907, p. 1; “Worst Stock Crash Stemmed by Banks,” *New York Times*, October 25, 1929, p. 1.

23. “Will History Repeat the ‘29 Crash?” *Newsweek*, June 14, 1965, p. 78.

24. См. Shiller, Kon-Ya, Tsutsui, “Why Did the Nikkei Crash?”

25. Michael Brennan, “Stripping the S&P 500,” *Financial Analysts’ Journal*, 54 (1) (1998): 14.

26. См. Marianne Baxter, Urban Jermann, “The International Diversification Puzzle Is Worse than You Think,” *American Economic Review*, 87 (1997): 170–80.

27. Мы со Стефано Атанасоулисом, используя идеальную финансовую модель, проверенную на реальных данных, доказали, что даже просто надлежащее управление рисками, связанными с теми или иными статьями национального дохода, может значительно повлиять на уровень экономического благосостояния. См. Stefano Athanasoulis, Robert J. Shiller, “World Income Components: Discovering and Implementing Risk Sharing Opportunities,” *American Economic Review*, 91 (4) (2001): 1031–54.

Литература

- Abarbanell, Jeffrey, and Reuven Lehavy. "Biased Forecasts or Biased Earnings? The Role of Earnings Management in Explaining Apparent Optimism and Inefficiency in Analysts' Earnings Forecast." *Journal of Accounting and Economics*, 35 (2003).
- Abbott, Max Wenden, and Rachel A. Volberg. *Gambling and Problem Gambling in the Community: An International Overview and Critique*. Report No. 1 of the New Zealand Gaming Survey, 1999, p. 35.
- Advisory Committee on Endowment Management. *Managing Educational Endowments: Report to the Ford Foundation*. New York: Ford Foundation, 1969.
- Allen, Franklin, Stephen Morris, and Andrew Postlewaite. "Finite Bubbles with Short Sale Constraints and Asymmetric Information." *Journal of Economic Theory*, 61 (1993): 206–29.
- Allen, Frederick Lewis. *Only Yesterday*. New York: Harper and Brothers, 1931.
- Ammer, Dean S. "Entering the New Economy." *Harvard Business Review*, September-October 1967, pp. 3–4.
- Ang, Andrew, and Geert Bekaert. "Stock Return Predictability: Is It There?" Unpublished paper, Columbia University, 2004.
- Arthur, Brian, John H. Holland, Blake LeBaron, Richard Palmer, and Paul Tayler. "Asset Pricing under Endogenous Expectations in an Artificial Stock Market," in W. B. Arthur, S. Durlauf, and D. Lane (eds.), *The Economy as an Evolving Complex System II*. Reading, Mass.: Addison-Wesley, 1997.
- Asch, Solomon. *Social Psychology*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall, 1952.
- Athanasoulis, Stefano, and Robert J. Shiller. "The Significance of the Market Portfolio." *Review of Financial Studies*, 13 (2) (2000): 301–29.
- . "World Income Components: Discovering and Implementing Risk Sharing Opportunities." *American Economic Review*, 91 (4) (2001): 1031–54.
- Avery, Christopher, and Peter Zemsky. "Multidimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Markets." *American Economic Review*, 88 (4) (1998): 724–48.
- Bailey, Norman T. *The Mathematical Theory of Epidemics*. London: C. Griffin, 1957.
- Baker, Malcolm, Joshua Coval, and Jeremy C. Stein. "Corporate Financing Decisions when Investors Take the Path of Least Resistance." Unpublished paper, Harvard Business School, 2004.
- Baker, Malcolm, and Jeffrey Wurgler. "The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Return." *Journal of Finance*, 55 (5) (2000): 2219–57.
- Bakshi, Gurdip S., and Zhiwu Chen. "Baby Boom, Population Aging and Capital Markets." *Journal of Business*, 67 (1994): 165–202.
- Ballinger, Kenneth. *Miami Millions: The Dance of the Dollars in the Great Florida Land Boom of 1925*. Miami, Fla.: Franklin Press, 1936.
- Banerjee, Abhijit V. "A Simple Model of Herd Behavior." *Quarterly Journal of Economics*, 107 (3) (1992): 797–817.
- Barber, Brad, Reuven Lehavy, Maureen McNichols, and Brett Trueman. "Can Investors Profit from the Prophets? Consensus Analyst Recommendations and Stock Returns." *Journal of Finance*, 56 (1) (2001): 531–63.
- Barber, Brad M., Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, and Terrance Odean. "Do Individual Day Traders Make Money? Evidence from Taiwan." Unpublished paper, University of California, Davis, 2004.
- Barber, Brad M., and Terrance Odean. "Online Investors: Do the Slow Die First?" *Review of Financial Studies*, 15 (2) (2002): 455–89.
- Barberis, Nicholas, Ming Huang, and Tano Santos. "Prospect Theory and Asset Prices." *Quarterly Journal of Economics*, 116 (2001): 1–53.
- Barberis, Nicholas, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. "A Model of Investor Sentiment." *Journal of Financial Economics*, 49 (1998): 307–43.
- Barlow, Robin, Harvey E. Brazier, and James N. Morgan. *Economic Behavior of the Affluent*. Washington, D.C.: Brookings, 1966.
- Barro, Robert, and Xavier Sala-i-Martin. *Economic Growth*. New York: McGraw-Hill, 1995.

- Barsky, Robert, and J. Bradford De Long. "Why Have Stock Prices Fluctuated?" *Quarterly Journal of Economics*, 108 (1993): 291–311.
- Barsky, Robert, and Lutz Kilian. "Do We Really Know That Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative." *NBER Macroeconomics Annual 2001*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2001, pp. 137–82.
- . "Oil and the Macroeconomy since the 70s." Unpublished paper, University of Michigan, 2004. Reprinted in *Journal of Economic Perspectives*, forthcoming.
- Bartholomew, David J. *Stochastic Models for Social Processes*. New York: John Wiley and Sons, 1967.
- Basu, Sanjoy. "The Investment Performance of Common Stocks Relative to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Markets." *Journal of Finance*, 32 (3) (1977): 663–82.
- Batra, Ravi. *The Great Depression of 1990: Why It's Got to Happen, How to Protect Yourself*, Rev. ed. New York: Simon and Schuster, 1987.
- Baxter, Marianne, and Urban Jermann. "The International Diversification Puzzle Is Worse than You Think." *American Economic Review*, 87 (1997): 177–80.
- Bell, David E. "Regret in Decision Making under Uncertainty." *Operations Research*, 30 (5) (1982): 961–81.
- Benartzi, Shlomo. "Why Do Employees Invest Their Retirement Savings in Company Stock?" Unpublished paper, Anderson School, University of California, Los Angeles, 1999.
- Benartzi, Shlomo, and Richard H. Thaler. "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle." *Quarterly Journal of Economics*, 110 (1) (1995): 73–92.
- . "Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Plans." *American Economic Review*, 91 (1) (2001): 79–98.
- . "Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving." *Journal of Political Economy*, 112 (1) (2004): S164–S187.
- Bergman, Nittai, and Dirk Jenter. "Employee Sentiment and Stock Option Compensation." Unpublished paper, Massachusetts Institute of Technology, 2004.
- Bikhchandani, S. D., David Hirshleifer, and Ivo Welch. "A Theory of Fashion, Social Custom and Cultural Change." *Journal of Political Economy*, 81 (1992): 637–54.
- Blanchard, Olivier, and Stanley Fischer. *Lectures on Macroeconomics*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1989.
- Boldrin, Michael, and Michael Woodford. "Equilibrium Models Displaying Endogenous Fluctuations and Chaos: A Survey." *Journal of Monetary Economics*, 25 (2) (1990): 189–222.
- Bolen, D. W., and W. H. Boyd. "Gambling and the Gambler: A Review of Preliminary Findings." *Archives of General Psychiatry*, 18 (5) (1968): 617–29.
- Bootle, Roger. *The Death of Inflation: Surviving and Thriving in the Zero Era*. London: Nicholas Brealey, 1998.
- Borio, Claudio, and Patrick McGuire. "Twin Peaks in Equity and Housing Prices?" *BIS Quarterly Review*, March 2004, pp. 79–93.
- Bowman, Karlyn. "A Reaffirmation of Self-Reliance? A New Ethic of Self-Sufficiency?" *The Public Perspective*, February–March 1996, pp. 5–8.
- Brennan, Michael. "Stripping the S&P 500." *Financial Analysts' Journal*, 54 (1) (1998): 12–22.
- Brooks, Robin. "Asset Market and Savings Effects of Demographic Transitions." Unpublished Ph.D. dissertation, Yale University, 1998.
- Brown, Stephen J., William Goetzmann, and Stephen Ross. "Survival." *Journal of Finance*, 50 (1995): 583–73.
- Bruno, Michael, and William Easterly. "Inflation Crises and Long-Run Growth." *Journal of Monetary Economics*, 41 (1) (1998): 2–26.
- Bulgatz, Joseph. *Ponzi Schemes, Invaders from Mars, and Other Extraordinary Popular Delusions, and the Madness of Crowds*. New York: Harmony, 1992.
- Bullock, Hugh. *The Story of Investment Companies*. New York: Columbia University Press, 1959.
- Burnam, Tom. *More Misinformation*. Philadelphia: Lippincott and Crowell, 1980.

- Campbell, John Y., and John Ammer. "What Moves Stock and Bond Markets? A Variance Decomposition for Long-Term Asset Returns." *Journal of Finance*, 48 (1) (1993): 3–38.
- Campbell, John Y., and John H. Cochrane. "By Force of Habit: A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior." *Journal of Political Economy*, 107 (2) (1999): 205–51.
- Campbell, John Y., Andrew Lo, and Craig Mackinlay. *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1997.
- Campbell, John Y., and Robert J. Shiller. "The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors." *Review of Financial Studies*, 1 (1988): 195–228.
- . "Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook." *Journal of Portfolio Management*, 24 (1998): 11–26.
- . "Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook: An Update." In Richard Thaler (ed.), *Advances in Behavioral Finance II*. New York: Sage Foundation, 2005.
- Campbell, John Y., and Motohiro Yogo. "Efficient Tests of Stock Return Predictability." National Bureau of Economic Research Working Paper No. w10026, October 2003.
- Case, Karl E. "The Market for Single-Family Homes in the Boston Area." *New England Economic Review*, May-June 1986, pp. 38–48.
- . "Measuring Urban Land Values." Unpublished paper, Wellesley College, October 26, 1997.
- Case, Karl E., John M. Quigley, and Robert J. Shiller. "Comparing Wealth Effects: The Stock Market vs. the Housing Market." National Bureau of Economic Research Working Paper No. 8606, November 2001.
- Case, Karl E., Jr., and Robert J. Shiller. "The Behavior of Home Buyers in Boom and Post-Boom Markets." *New England Economic Review*, November-December 1988, pp. 29–46.
- . "The Efficiency of the Market for Single Family Homes." *American Economic Review*, 79 (1) (March 1989): 125–37.
- . "A Decade of Boom and Bust in the Prices of Single-Family Homes: Boston and Los Angeles 1983 to 1993." *New England Economic Review*, March-April 1994, pp. 40–51.
- . "Is There a Bubble in the Housing Market?" *Brookings Papers on Economic Activity*, 2003-II.
- Cassidy, John. *Dot.con: How America Lost Its Mind and Money in the Internet Era*. New York: Perennial Currents, 2003.
- Chen, Joseph, Harrison Hong, and Jeremy C. Stein. "Breadth of Ownership and Stock Returns." *Journal of Financial Economics*, 66 (2002): 171–205.
- Chevalier, Judith, and Glenn Ellison. "Are Some Mutual Fund Managers Better than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance." *Journal of Finance*, 54 (3) (1999): 875–99.
- Christiansen, Eugene Martin, and Sebastian Sinclair. *The Gross Annual Wage of the United States, 2000*. Christiansen Capital Advisors, 2000.
- Chwe, Michael Suk-Young. *Rational Ritual: Culture, Coordination, and Common Knowledge*. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2003.
- Cochrane, John. *Asset Pricing*. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2001.
- Cohen, Randolph. "Asset Allocation Decisions of Individuals and Institutions." Harvard Business School Working Paper Series No. 03-112, 2003.
- Cohen, Randolph, Christopher Polk, and Tuomo Vuolteenaho. "The Value Spread." *Journal of Finance*, 58 (2003): 609–42.
- Cole, Kevin, Jean Helwege, and David Laster. "Stock Market Valuation Indicators: Is This Time Different?" *Financial Analysts Journal*, 52 (1996): 56–64.
- Collins, Allan, Eleanor Warnock, Nelleke Acello, and Mark L. Miller. "Reasoning from Incomplete Knowledge," in Daniel G. Bobrow and Allan Collins (eds.), *Representation and Understanding: Studies in Cognitive Science*. New York: Academic Press, 1975, pp. 383–415.
- Consumer Federation of America. "Lower-Income and Minority Consumers Most Likely to Prefer and Underestimate Risks of Adjustable Rate Mortgages." http://www.consumerfed.org/072604_ARM_Survey_Release.pdf. Washington, D.C.
- Cooper, John C. B. "Price Elasticity of Demand for Crude Oil: Estimates for 23 Countries." *Opec Review*, 27 (1) (March 2003): 1–8.

- Coronado, Julia Lynn, and Steven A. Sharpe. "Did Pension Plan Accounting Contribute to a Stock Market Bubble?" Washington D. C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series No. 2003–38, 2003.
- Cowles, Alfred III, and associates. *Common Stock Indexes*, 2nd ed. Bloomington, Ind.: Principia Press, 1939.
- Cremer, Jacques, and Djavad Salehi-Isfahani. "The Rise and Fall of Oil Prices: A Competitive View." *Annales d'Economie et de Statistique*, 3 (15–16) (December 1989): 437–54.
- Cutler, David, James Poterba, and Lawrence Summers. "What Moves Stock Prices?" *Journal of Portfolio Management*, 15 (3) (1989): 4–12.
- Daniel, Kent, David Hirshleifer, and Avanidhar Subrahmanyam. "Investor Psychology and Security Market Over- and Underreaction." *Journal of Finance*, 53 (6) (1998): 1839–86.
- Davis, Morris A., and Jonathan Heathcote. "The Price and Quantity of Residential Land in the United States." Washington D. C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series No. 2004–37, 2004.
- Day, Clarence. "Father Lets in the Telephone." In *Life with Father*. New York: Alfred A. Knopf, 1935.
- De Bondt, Werner, and Richard H. Thaler. "Does the Stock Market Overreact?" *Journal of Finance*, 40 (3) (1985): 793–805.
- Dent, Harry S. *The Great Boom Ahead: Your Comprehensive Guide to Personal and Business Profit in the New Era of Prosperity*. New York: Hyperion, 1993.
- . *The Roaring 2000s: Building the Wealth & Lifestyle You Desire in the Greatest Boom in History*. New York: Simon and Schuster, 1998.
- . *The Roaring 2000s Investor: Strategies for the Life You Want*. New York: Simon and Schuster, 1999.
- Desmond, Robert W. *The Information Process: World News Reporting to the Twentieth Century*. Iowa City: University of Iowa Press, 1978.
- Deutsch, Morton, and Harold B. Gerard. "A Study of Normative and Informational Social Influences upon Individual Judgment." *Journal of Abnormal and Social Psychology*, 51 (1955): 629–36.
- Dice, Charles Amos. *New Levels in the Stock Market*. New York: McGraw-Hill, 1929.
- Diggins, John Patrick. *The Proud Decades: America in War and in Peace 1941–1960*. New York: W. W. Norton, 1988.
- Dimson, Elroy, Paul Marsh, and Mike Staunton. *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment History*. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2002.
- Dornbusch, Rudiger, and Stanley Fischer. "The Open Economy: Implications for Monetary and Fiscal Policy," in Robert J. Gordon (ed.), *The American Business Cycle: Continuity and Change*. Chicago: National Bureau of Economic Research and University of Chicago Press, 1986, pp. 459–501.
- Dumke, Glenn S. *The Boom of the Eighties in Southern California*. San Marino, Calif.: Huntington Library, 1944.
- Ehrlich, Paul R. *The Population Bomb*. New York: Ballantine Books, 1968.
- Eichengreen, Barry. *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression: 1919–1939*. New York: Oxford University Press, 1992.
- Eichengreen, Barry, James Tobin, and Charles Wyplosz. "Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance." *Economic Journal*, 105 (1995): 162–72.
- Eichholtz, Piet A. "A Long Run House Price Index: The Herengracht Index, 1638–1973." Unpublished paper, University of Limburg and University of Amsterdam, 1996.
- Elias, David. *Dow 40,000: Strategies for Profiting from the Greatest Bull Market in History*. New York: McGraw-Hill, 1999.
- Elton, Edwin J., Martin Gruber, and Christopher R. Blake. "The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance." *Journal of Business*, 69 (1996): 133–37.
- . "Survivorship Bias and Mutual Fund Performance." *Review of Financial Studies*, 9 (4) (1996): 1097–1120.
- Fair, Ray C. "How Much Is the Stock Market Overvalued?" Unpublished paper, Cowles Foundation,

- Yale University, 1999. A revised version of this paper was published as part of Ray C. Fair, "Fed Policy and the Effects of a Stock Market Crash on the Economy: Is the Fed Tightening Too Little and Too Late?" *Business Economics*, April 2000, pp. 7–14. Also available at <http://fairmodel.econ.yale.edu/rayfair/pdf/1999c.pdf>.
- . "Fed Policy and the Effects of a Stock Market Crash on the Economy: Is the Fed Tightening Too Little and Too Late?" *Business Economics*, April 2000, pp. 7–14. Also available at <http://fairmodel.econ.yale.edu/rayfair/pdf/1999c.pdf>.
- Fama, Eugene. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work." *Journal of Finance*, 25 (1970): 383–417.
- Fama, Eugene, and Kenneth French. "The Cross Section of Expected Stock Returns." *Journal of Finance*, 47 (1992): 427–66.
- Federal Reserve Board. "Humphrey-Hawkins Report July 22, 1997, Section 2: Economic and Financial Developments in 1997." <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/1997/july/ReportSection2.htm>.
- Figlewski, Stephen. "The Informational Effects of Restrictions on Short Sales: Some Empirical Evidence." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 16 (1981): 463–76.
- Fischel, William A. *Regulatory Takings: Law, Economics and Politics*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1995.
- . *The Homevoter Hypothesis: How Home Values Influence Local Government Taxation, School Finance, and Land-Use Policies*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 2001.
- Fischhof, Baruch, Paul Slovic, and Sarah Lichtenstein. "Knowing with Uncertainty: The Appropriateness of Extreme Confidence." *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 3 (1977): 522–64.
- Fisher, E. M. *Urban Real Estate Markets: Characteristics and Financing*. New York: National Bureau of Economic Research, 1951.
- Fisher, Irving. *The Stock Market Crash — and After*. New York: Macmillan, 1930.
- Fleming, Thomas. *Around the Pan with Uncle Hank: His Trip through the Pan-American Exposition*. New York: Nutshell, 1901.
- Foot, David K., and Daniel Stoffman. *Boom, Bust & Echo: How to Profit from the Coming Demographic Shift*. Toronto: McFarlane, Walter and Ross, 1996.
- Forrester, Jay W. *World Dynamics*. Cambridge, Mass.: Wright-Allen Press, 1971.
- Frankel, Jeffrey. *On Exchange Rates*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1993.
- . "How Well Do Foreign Exchange Markets Work: Might a Tobin Tax Help?" in Mahbub ul Haq, Inge Kaul, and Isabelle Grunberg (eds.), *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*. New York: Oxford University Press, 1996, pp. 41–81.
- French, Kenneth R., and Richard Roll. "Stock Return Variances: The Arrival of Information and the Reaction of Traders." *Journal of Financial Economics*, 17 (1986): 5–26.
- Froot, Kenneth, and Emil Dabora. "How Are Stock Prices Affected by the Location of Trade?" *Journal of Financial Economics*, 53 (2) (1999): 189–216.
- Froot, Kenneth, and Maurice Obstfeld. "Intrinsic Bubbles: The Case of Stock Prices." *American Economic Review*, 81 (1991): 1189–1214.
- Galbraith, John Kenneth. *The Great Crash: 1929*, 2nd ed. Boston: Houghton Mifflin, 1961.
- Gale, William G., and John Sabelhaus. "Perspectives on the Household Saving Rate." *Brookings Papers on Economic Activity*, 1 (1999): 181–224.
- Gallin, Joshua. "The Long-Run Relation between House Prices and Income: Evidence from Local Housing Markets." Washington D. C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Paper Series No. 2003.17, 2003.
- Geanakoplos, John. "Common Knowledge." *Journal of Economic Perspectives*, 6 (4) (1992): 53–82.
- Geanakoplos, John, Olivia S. Mitchell, and Stephen P. Zeldes. "Social Security Money's Worth," in Olivia S. Mitchell, Robert J. Myers, and Howard Young (eds.), *Prospects for Social Security Reform*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 1999, pp. 79–151.
- Ger, Gueliz, and Russell W. Belk. "Cross-Cultural Differences in Materialism." *Journal of Economic*

Psychology, 17 (1996): 55–77.

Gibson, George. *The Stock Markets of London, Paris and New York*. New York: G. P. Putnam's Sons, 1889.

Gigerenzer, G. "How to Make Cognitive Illusion Disappear: Beyond 'Heuristic and Biases.'" *European Review of Social Psychology*, 2 (1991): 83–115.

Gilchrist, Helen, Robert Povey, Adrian Dickenson, and Rachel Povey. "The Sensation-Seeking Scale: Its Use in a Study of People Choosing Adventure Holidays." *Personality and Individual Differences*, 19 (4) (1995): 513–16.

Glaeser, Edward. "Reinventing Boston: 1640 to 2003." National Bureau of Economic Research Working Paper No. 10166, 2004.

Glaeser, Edward, and Albert Saiz. "The Rise of the Skilled City." National Bureau of Economic Research Working Paper No. 10191, 2004.

Glassman, James K., and Kevin A. Hassett. *Dow 36,000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market*. New York: Times Business/Random House, 1999.

Goetzmann, William, and Roger Ibbotson. "Do Winners Repeat? Patterns in Mutual Fund Performance." *Journal of Portfolio Management*, 20 (1994): 9–17.

Goetzmann, William, and Massimo Massa. "Index Fund Investors." Unpublished paper, Yale University, 1999.

Gordon, Robert J. "U.S. Productivity Growth since 1879: One Big Wave?" *American Economic Review*, 89 (2) (1999): 123–28.

Goyal, Amit, and Ivo Welch. "Predicting the Equity Premium with Dividend Ratios." *Management Science*, 49 (2003): 639–54.

Graham, Benjamin, and David Dodd. *Securities Analysis*. New York: McGraw-Hill, 1934.

Grant, James. *The Trouble with Prosperity: A Contrarian Tale of Boom, Bust, and Speculation*. New York: John Wiley and Sons, 1996.

Grebler, Leo, David M. Blank, and Louis Winnick. *Capital Formation in Residential Real Estate*. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1956.

Greenlees, J. S. "An Empirical Evaluation of the CPI Home Purchase Index 1973–8." *American Real Estate and Urban Economics Association Journal* (1982).

Greenspan, Alan. "The Challenge of Central Banking in a Democratic Society." Speech before the American Enterprise Institute for Public Policy, Washington, D.C., December 5, 1996.
<http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/19961205.htm>.

Greetham, Trevor, Owain Evans, and Charles I. Clough, Jr. "Fund Manager Survey: November 1999." London: Merrill Lynch & Co., Global Securities Research and Economics Group, 1999.

Griffin, John M., and G. Andrew Karolyi. "Another Look at the Role of Industrial Structure of Markets for International Diversification Strategies." *Journal of Financial Economics*, 50 (1998): 351–73.

Grinblatt, Mark, and Matti Keloharju. "Distance, Language, and Culture Bias: The Role of Investor Sophistication." *Journal of Finance*, 56 (3) (2001): 1053–73.

Grossman, Sanford J., and Robert J. Shiller. "The Determinants of the Variability of Stock Market Prices." *American Economic Review*, 71 (1981): 222–27.

Gustman, Alan L., and Thomas L. Steinmeier. "Effects of Pensions on Savings: Analysis with Data from the Health and Retirement Survey," *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 50 (1999): 271–324.

Hamilton, James T. *All the News That's Fit to Sell: How the Market Transforms Information into News*. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2004.

Heaton, John, and Deborah Lucas. "Stock Prices and Fundamentals." Unpublished paper, Northwestern University, 1999.

Heston, Steven L., and K. Geert Rouwenhorst. "Does Industrial Structure Explain the Benefits of International Diversification?" *Journal of Financial Economics*, 36 (1994): 3–27.

Hjalmarsson, Erik. "Predicting Global Stock Returns with New Methods for Pooled and Long-Run Forecasting Regressions." Unpublished paper, Yale University, 2004.

- Holden, Sara, and Jack VanDerhei. "401 (k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2003." *Investment Company Institute Perspective*, 10 (2) (2004): 1–16.
- Homer, Sidney. *A History of Interest Rates*. New Brunswick, N.J.: Rutgers University Press, 1963.
- Hong, Harrison, and Jeremy Stein. "A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets." *Journal of Finance*, 54 (6) (1999): 2143–84.
- Hoyt, Homer. *One Hundred Years of Land Values in Chicago: The Relationship of the Growth of Chicago to the Rise in Its Land Values*. Chicago: University of Chicago Press, 1933.
- Huberman, Gur, and Wei Jiang. "Offering versus Choice in 401 (k) Plans: Equity Exposure and Number of Funds." Unpublished paper, Columbia University, 2004.
- Huberman, Gur, and Tomer Regev. "Speculating on a Cure for Cancer: A Non-Event That Made Stock Prices Soar." *Journal of Finance*, 56 (1) (2001): 387–96.
- Ibbotson Associates. *Stocks, Bonds, Bills and Inflation: 1999 Yearbook, Market Results for 1926–1998*. Chicago: Ibbotson Associates, 1999.
- Inglehart, Ronald. "Aggregate Stability and Individual-Level Flux in Mass Belief Systems." *American Political Science Review*, 79 (1) (1985): 97–116.
- International Monetary Fund. *International Financial Statistics*. Washington, D.C., 1999.
- Investment Company Institute. *Mutual Fund Fact Book*. Washington, D.C., 1999.
- Jegadeesh, Narasimhan, and Sheridan Titman. "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency." *Journal of Finance*, 48 (1993): 65–91.
- Jones, Charles M., and Owen A. Lamont. "Short Sale Constraints and Stock Returns." *Journal of Finance*, November 2002.
- Jorion, Philippe, and William N. Goetzmann. "Global Stock Markets in the Twentieth Century." *Journal of Finance*, 54 (3) (1999): 953–80.
- Jung, Jeeman, and Robert J. Shiller. "Samuelson's Dictum and the Stock Market." *Economic Inquiry*, 2005.
- Katona, George. *Psychological Economics*. New York: Elsevier, 1975.
- Kennickell, Arthur B. "A Rolling Tide: Changes in the Distribution of Wealth in the U.S., 1989–2001." <http://www.federalreserve.gov/pubs/oss/oss2/papers/concentration.2001.10.pdf>. Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, September 2003.
- Keren, Gideon. "The Rationality of Gambling: Gamblers' Conceptions of Probability, Chance and Luck," in George Wright and Peter Ayton (eds.), *Subjective Probability*. Chichester, England: John Wiley and Sons, 1994, pp. 485–99.
- Keynes, John Maynard. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. New York: Harcourt Brace and World, 1961.
- Khurana, Rakesh. *Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEOs*. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 2002.
- Kindleberger, Charles P. *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, 2nd ed. London: Macmillan, 1989.
- King, Robert G., and Ross Levine. "Finance and Growth: Schumpeter May Be Right." *Quarterly Journal of Economics*, 108 (1993): 717–37.
- Kirman, Alan. "Ants, Rationality and Recruitment." *Quarterly Journal of Economics*, 108 (1) (1993): 137–56.
- Klehr, Harvey. *The Heyday of American Communism: The Depression Decade*. New York: Basic Books, 1984.
- Kleidon, Allan. "Variance Bounds Tests and Stock Price Valuation Models." *Journal of Political Economy*, 94 (1986): 953–1001.
- Kotlikoff, Laurence J., and Scott Burns. *The Coming Generational Storm*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 2004.
- Krugman, Paul. "How Fast Can the U. S. Economy Grow?" *Harvard Business Review*, 75 (1977): 123–29.
- Lambert, Craig. "Trafficking in Chance." *Harvard Magazine*, 104 (6) (July-August 2002): 32.

- Lambert, Richard A., W. Lanen, and D. Larker. "Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy." *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 24 (1985): 409–25.
- Lamont, Owen A., and Richard H. Thaler. "Can the Market Add and Subtract? Mispricing in Stock Market Carve-Outs." *Journal of Political Economy*, 111 (2003): 227–68.
- Lange, Oscar. "Is the American Economy Contracting?" *American Economic Review*, 29 (3) (1939): 503–13.
- Langer, E. J. "The Illusion of Control." *Journal of Personality and Social Psychology*, 32 (1975): 311–28.
- LaPorta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer. "Corporate Ownership around the World." *Journal of Finance*, 54 (1999): 471–518.
- Lawrence, Joseph Stagg. *Wall Street and Washington*. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1929.
- Lee, In Ho. "Market Crashes and Informational Avalanches." *Review of Economic Studies*, 65 (4) (1998): 741–60.
- Lehmann, Bruce N. "Fads, Martingales, and Market Efficiency." *Quarterly Journal of Economics*, 60 (1990): 1–28.
- Leland, Hayne. "Who Should Buy Portfolio Insurance." *Journal of Finance*, 35 (1980): 581–94.
- LeRoy, Stephen, and Richard Porter. "Stock Price Volatility: A Test Based on Implied Variance Bounds." *Econometrica*, 49 (1981): 97–113.
- Lewellen, Jonathan. "Predicting Returns with Financial Ratios." MIT Sloan Working Paper No. 4374–02, August 2002. Forthcoming, *Journal of Financial Economics*.
- Liang, J. Nellie, and Steven A. Sharpe. "Share Repurchases and Employee Stock Options and Their Implications for S&P 500 Share Retirements and Expected Returns." Finance and Economics Discussion Series 1999–59. Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, 1999.
- Lin, Hsiou-Wei, and Maureen F. McNichols. "Underwriting Relationships, Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations." *Journal of Accounting and Economics*, 25 (1) (1998): 101–27.
- Lintner, John. "The Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes," *American Economic Review*, 46 (1956): 97–113.
- Loomes, Graham, and Robert Sugden. "Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice under Uncertainty." *Economic Journal*, 92 (1982): 805–24.
- Loughran, Tim, and Jay R. Ritter. "Uniformly Least Powerful Tests of Market Efficiency." *Journal of Financial Economics*, 55 (2000): 361–89.
- Lucas, Robert E. "Asset Prices in an Exchange Economy." *Econometrica*, 46 (1978): 1429–45.
- Mackay, Charles. *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*. London: Bentley, 1841.
- Maier, N.R.F. "Reasoning in Humans. II. The Solution of a Problem and Its Appearance in Consciousness." *Journal of Comparative Psychology*, 12 (1931): 181–94.
- Mandelbrot, Benoit. *Fractals and Scaling in Finance: Discontinuity, Concentration, Risk*. New York: Springer-Verlag, 1997.
- Marsh, Terry A., and Robert C. Merton. "Dividend Variability and Variance Bounds Tests for the Rationality of Stock Market Prices." *American Economic Review*, 76 (3) (1986): 483–98.
- McCarthy, Jonathan, and Richard W. Peach. "Are Home Prices the Next 'Bubble'?" *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 2004.
- McGrattan, Ellen R., and Edward C. Prescott. "Is the Stock Market Overvalued?" *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 24 (2000): 20–40.
- . "Taxes, Regulations, and the Value of U.S. Corporations: A General Equilibrium Analysis." Research Department Staff Report 309, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 2002 (revised 2004, <http://research.mpls.frb.fed.us/research/sr/sr309.pdf>).
- Meadows, Donella H., Dennis L. Meadows, Jürgen Randers, and William W. Behrens III. *The Limits to Growth: A Report of the Club of Rome's Project in the Predicament of Mankind*. New York: Universe Books, 1972.
- Mehra, Raj, and Edward C. Prescott. "The Equity Premium Puzzle." *Journal of Monetary Economics*, 15

(1988): 145–61.

Meltzer, Allan H. “Monetary and Other Explanations of the Start of the Great Depression.” *Journal of Monetary Economics*, 2 (1976): 455–71.

Merton, Robert K. *Social Theory and Social Structure*. Glencoe, Ill.: Free Press, 1957.

Milgram, Stanley. *Obedience to Authority*. New York: Harper and Row, 1974.

Milgrom, Paul, and Nancy Stokey. “Information, Trade, and Common Knowledge.” *Econometrica*, 49 (1982): 219–22.

Miller, Edward M. “Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion.” *Journal of Finance*, 32 (1977): 1151–68.

Miller, Merton. “Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends,” in Robin M. Hogarth and Melvin W. Reder (eds.), *Rational Choice: The Contrast between Economics and Psychology*. Chicago: University of Chicago Press, 1986, pp. 267–84.

Mitchell, Mark L., and Jeffrey M. Netter. “Triggering the 1987 Stock Market Crash: Anti-takeover Provisions in the Proposed House Ways and Means Tax Bill.” *Journal of Financial Economics*, 24 (1989): 37–68.

Modigliani, Franco, and Richard A. Cohn. “Inflation, Rational Valuation, and the Market.” *Financial Analysts’ Journal*, 35 (1979): 22–44. Reprinted in Simon Johnson (ed.), *The Collected Papers of Franco Modigliani*, Vol. 5. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1989.

Nelson, William R. “Three Essays on the Ability of the Change in Shares Outstanding to Predict Stock Returns.” Unpublished Ph.D. dissertation, Yale University, 1999.

———. “Why Does the Change in Shares Predict Stock Returns?” Finance and Economics Discussion Series 1999–07. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 1999.

New York Stock Exchange. *The Public Speaks to the Exchange Community*. New York, 1955.

———. *New York Stock Exchange Fact Book*. New York, 1998.

Niederhoffer, Victor. “The Analysis of World News Events and Stock Prices.” *Journal of Business*, 44 (2) (1971): 193–219.

Niquet, Bernd. *Keine Angst vorm nächsten Crash: Warum Aktien als Langfristanlage unschlagbar sind*. Frankfurt: Campus Verlag, 1999.

Nisbett, Robert E., and Timothy DeCamp Wilson. “Telling More than We Can Know: Verbal Reports on Mental Processes.” *Psychological Review*, 84 (3) (1977): 231–59.

Noguchi, Yukio. *Baburu no Keizaigaku*. Tokyo: Nihon Keizai Shimbun Sha, 1992.

Nordhaus, William D., and Joseph G. Boyer. “Requiem for Kyoto: An Economic Analysis of the Kyoto Protocol.” Cowles Foundation Discussion Paper 1201. New Haven, Conn.: Yale University, November 1998.

Noyes, Alexander Dana. *Forty Years of American Finance*. New York: G. P. Putnam’s Sons, 1909.

Orman, Suze. *The 9 Steps to Financial Freedom*. New York: Crown, 1997.

———. *The Courage to Be Rich: Creating a Life of Material and Spiritual Abundance*. Rutherford, N.J.: Putnam, 1999.

Pennington, Nancy, and Reid Hastie. “Reasoning in Explanation-Based Decision Making.” *Cognition*, 49 (1993): 123–63.

Petersen, James D., and Cheng-Ho Hsieh. “Do Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds Explain Returns on REITs?” *Real Estate Economics*, 25 (1997): 321–45.

Pitz, Gordon W. “Subjective Probability Distributions for Imperfectly Known Quantities,” in Lee W. Gregg (ed.), *Knowledge and Cognition*. Potomac, Md.: Lawrence Erlbaum Associates, 1975, pp. 29–41.

Pliny the Younger. *Letters and Panegyrics*, trans. Betty Radice. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1969.

Posen, Adam S. “It Takes More than a Bubble to Become Japan.” Institute for International Economics Working Paper No. 03–9, October 2003.

Poterba, James, and Lawrence Summers. “Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications.” *Journal of Financial Economics*, 22 (1988): 26–59.

Presidential Task Force on Market Mechanisms. *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms* (Brady Commission Report). Washington, D.C.: U. S. Government Printing Office, 1988.

- Pressman, Steven. "On Financial Frauds and Their Causes: Investor Overconfidence." *American Journal of Economics and Sociology*, 57 (1998): 405–21.
- Quattrone, G.A., and Amos Tversky. "Causal versus Diagnostic Contingencies: On Self-Deception and the Voter's Delusion." *Journal of Personality and Social Psychology*, 46 (2) (1984): 237–48.
- Reid, A.A.L. "Comparing Telephone with Face-to-Face Contact," in Ithiel de Sola Poole (ed.), *The Social Impact of the Telephone*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1977, pp. 386–414.
- Ritter, Jay R. "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings." *Journal of Finance*, 46 (1) (1991): 3–27.
- . "Uniformly Least Powerful Tests of Market Efficiency." *Journal of Financial Economics*, 55 (2000): 361–89.
- Ritter, Jay R., and Richard S. Warr. "The Decline of Inflation and the Bull Market of 1982–1997." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37 (1) (2002): 29–61.
- Roll, Richard. "Orange Juice and Weather." *American Economic Review*, 74 (1984): 861–80.
- . "Price Volatility, International Market Links, and Their Implication for Regulatory Policies." *Journal of Financial Services Research*, 2 (2–3) (1989): 211–46.
- Romer, Christina. "The Great Crash and the Onset of the Great Depression." *Quarterly Journal of Economics*, 105 (1990): 597–624.
- Romer, David. *Advanced Macroeconomics*. New York: McGraw-Hill, 1996.
- Schüfer, Bodo. *Der Weg zur finanziellen Freiheit: In sieben Jahren die erste Million*. Frankfurt: Campus Verlag, 1999.
- Scherbina, Anna. "Stock Prices and Differences in Opinion: Empirical Evidence That Prices Reflect Optimism." Kellogg Graduate School of Management Working Paper, April 2001.
- Shafir, Eldar, Peter Diamond, and Amos Tversky. "Money Illusion." *Quarterly Journal of Economics*, 112 (2) (1997): 341–74.
- Shafir, Eldar, Itamar Simonson, and Amos Tversky. "Reason-Based Choice." *Cognition*, 49 (1993): 11–36.
- Shafir, Eldar, and Amos Tversky. "Thinking through Uncertainty: Nonconsequential Reasoning and Choice." *Cognitive Psychology*, 24 (1992): 449–74.
- Sharpe, Steven A. "Re-examining Stock Valuation and Inflation: The Implications of Analysts' Earnings Forecasts." *Review of Economics and Statistics*, 84 (4) (2002): 632–48.
- . "How Does the Market Interpret Analysts' Long-Term Growth Forecasts?" Finance and Economics Discussion Paper Series 2002–7. Washington, D.C.: Federal Reserve Board, 2002.
- Shefrin, Hersh. *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. Boston: Harvard Business School Press, 2000.
- Shiller, Robert J. "The Volatility of Long-Term Interest Rates and Expectations Models of the Term Structure." *Journal of Political Economy*, 87 (1979): 1062–88.
- . "Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Movements in Dividends?" *American Economic Review*, 71 (3) (1981): 421–36.
- . "Consumption, Asset Markets and Macroeconomic Fluctuations." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 17 (1982): 203–38.
- . "The Marsh-Merton Model of Managers' Smoothing of Dividends." *American Economic Review*, 76 (3) (1986): 499–503.
- . "Portfolio Insurance and Other Investor Fashions as Factors in the 1987 Stock Market Crash," in *NBER Macroeconomics Annual*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 1988, pp. 287–95.
- . "Comovements in Stock Prices and Comovements in Dividends." *Journal of Finance*, 44 (1989): 719–29.
- . *Market Volatility*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1989.
- . "Market Volatility and Investor Behavior." *American Economic Review*, 80 (1990): 58–62.
- . "Public Resistance to Indexation: A Puzzle." *Brookings Papers on Economic Activity*, 1 (1997): 159–211.

- . “Why Do People Dislike Inflation?” in Christina D. Romer and David H. Romer (eds.), *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*. Chicago: University of Chicago Press and National Bureau of Economic Research, 1997, pp. 13–65.
- Shiller, Robert J. “Social Security and Institutions for Intergenerational, Intragenerational and International Risk Sharing.” *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 50 (1999): 165–204.
- . “Measuring Bubble Expectations and Investor Confidence.” *Journal of Psychology and Markets*, 1 (1) (2000): 49–60.
- . “From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance.” *Journal of Economic Perspectives*, 17 (2003): 83–104.
- Shiller, Robert J., and Andrea Beltratti. “Stock Prices and Bond Yields: Can Their Comovements Be Explained in Terms of Present Value Models?” *Journal of Monetary Economics*, 30 (1992): 25–46.
- Shiller, Robert J., Fumiko Kon-Ya, and Yoshiro Tsutsui. “Investor Behavior in the October 1987 Stock Market Crash: The Case of Japan.” *Journal of the Japanese and International Economies*, 5 (1991): 1–13.
- . “Why Did the Nikkei Crash? Expanding the Scope of Expectations Data Collection.” *Review of Economics and Statistics*, 78 (1) (1996): 156–64.
- Shiller, Robert J., and John Pound. “Survey Evidence on the Diffusion of Interest and Information among Investors.” *Journal of Economic Behavior and Organization*, 12 (1989): 47–66.
- Shleifer, Andrei. *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford, England: Oxford University Press, 2000.
- Siegel, Jeremy J. “The Real Rate of Interest from 1800–1990: A Study of the U.S. and the U.K.” *Journal of Monetary Economics*, 29 (1992): 227–52.
- . *Stocks for the Long Run*, 2nd ed. New York: McGraw-Hill, 1998.
- . *Stocks for the Long Run*, 3rd ed. New York: McGraw-Hill, 2002. Also available at <http://jeremysiegel.com>.
- . *The Future for Investors*. New York: Crown Business, 2005.
- Smith, Edgar Lawrence. *Common Stocks as Long-Term Investments*. New York: Macmillan, 1924.
- Smith, Vernon L., Gary L. Suchanek, and Arlington W. Williams. “Bubbles, Crashes and Endogenous Expectations in Experimental Spot Asset Markets.” *Econometrica*, 56 (1988): 1119–51.
- Spillman, Lyn. “Enriching Exchange: Cultural Dimensions of Markets.” *American Journal of Economics and Sociology*, 58 (4) (1999): 1047–71.
- Stanley, Thomas J., and William D. Danko. *The Millionaire Next Door: The Surprising Secrets of America's Wealthy*. New York: Pocket Books, 1996.
- Statman, Meir, and Steven Thorley. “Overconfidence, Disposition, and Trading Volume.” Unpublished paper, Santa Clara University, 1999.
- Stein, Emmanuel. *Government and the Investor*. New York: Farrar and Reinhart, 1941.
- Sterling, William P., and Stephen R. Waite. *Boomernomics: The Future of Your Money in the Upcoming Generational Warfare*. Westminster, Md.: Ballantine, 1998.
- Strahlberg, Dagmar, and Anne Maass. “Hindsight Bias: Impaired Memory or Biased Reconstruction.” *European Review of Social Psychology*, 8 (1998): 105–32.
- Straub, William F. “Sensation Seeking among High- and Low-Risk Male Athletes.” *Journal of Sports Psychology*, 4 (3) (1982): 243–53.
- Summers, Lawrence H., and Victoria P. Summers. “When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for a Securities Transactions Tax.” *Journal of Financial Services Research*, 3 (2–3) (1988): 163–88.
- Sutton, Gregory D. “Explaining Changes in House Prices.” *Bank of International Settlements Quarterly Review*, September 2002, pp. 46–55.
- Swensen, David. *Pioneering Portfolio Management*. Glencoe, Ill.: Free Press, 2000.
- Taleb, Nassim N. *Fooled by Randomness: The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets*, 2nd ed. New York: Texere, 2004.
- Thaler, Richard H., ed. *Advances in Behavioral Finance II*. New York: Sage Foundation, 2005.
- Thaler, Richard H., and Eric J. Johnson. “Gambling with the House Money and Trying to Break Even:

- The Effect of Prior Outcomes on Risky Choice.” *Management Science*, 36 (1990): 643–60.
- Thompson, William N. *Legalized Gambling: A Reference Handbook*. Santa Barbara, Calif.: ABC–CLIO, 1994.
- TIAA-CREF Institute. “Participant Asset Allocation Report.”
<http://www.tiaa-crefinstitute.org/Data/statistics/pdfs/AAdec2003.pdf>.
- Tobias, Andrew. “The Billion-Dollar Harvard-Yale Game.” *Esquire*, December 19, 1978, pp. 77–85.
- Tobin, James. “The New Economics One Decade Older,” in *The Eliot Janeway Lectures on Historical Economics in Honor of Joseph Schumpeter*. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1974.
- Torous, Walter, Rossen Valkanov, and Shu Yan. “On Predicting Stock Returns with Nearly Integrated Explanatory Variables.” *Journal of Business*, 78 (1) (2005).
- Triano, Christine. “Private Foundations and Public Charities: Is It Time to Increase Payout?”
<http://www.nng.org/html/ourprograms/campaign/payoutppr-table.html#fulltext>. Minneapolis: National Network of Grantmakers, 1999.
- Tsatsaronis, Kostas, and Haibin Zhu. “What Drives Housing Price Dynamics: Cross-Country Evidence.” *Bank of International Settlements Quarterly Review*, March 2004, pp. 65–78.
- Tversky, Amos, and Daniel Kahneman. “Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases.” *Science*, 185 (1974): 1124–31.
- Ul Haq, Mahbub, Inge Kaul, and Isabelle Grunberg (eds.). *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*. New York: Oxford University Press, 1996.
- U.S. Department of Labor, Pension and Welfare Benefits Administration. “Participant Investment Education: Final Rule.” 29 CFR Part 2509, Interpretive Bulletin 96–1. *Federal Register*, 61 (113) (1996): 29, 585–90. Also available at <http://www.dol.gov/dol/pwba/public/regs/fedreg/final/96-14093.htm>.
- Valkanov, Rossen. “Long-Horizon Regressions: Theoretical Results and Applications.” *Journal of Financial Economics*, 68 (2003): 201–32.
- Van Strum, Kenneth S. *Investing in Purchasing Power*. Boston: Barron’s, 1925.
- Vasari, Giorgio. *The Life of Leonardo da Vinci*. New York: Longmans Green and Co., 1903.
- Vuolteenaho, Tumo. “What Drives Firm-Level Stock Returns?” *Journal of Finance*, 57 (2002): 233–64.
- Wanniski, Jude. *The Way the World Works*, 2nd ed. New York: Simon and Schuster, 1983.
- Warren, George F., and Frank A. Pearson. *Gold and Prices*. New York: John Wiley and Sons, 1935.
- Warther, Vincent A. “Aggregate Mutual Fund Flows and Security Returns.” *Journal of Financial Economics*, 39 (1995): 209–35.
- Weber, Steven. “The End of the Business Cycle?” *Foreign Affairs*, 76 (4) (1997): 65–82.
- Weissman, Rudolph. *The Investment Company and the Investor*. New York: Harper and Brothers, 1951.
- Welte, John W., Grace M. Barnes, William F. Wiczorek, Marie-Cecile Tidwell, and John Parker. “Gambling Participation in the U.S. — Results from a National Survey.” *Journal of Gambling Studies*, 19 (4) (2002): 313–37.
- Willoughby, Jack. “Burning Up: Warning: Internet Companies Are Running Out of Cash — Fast.” *Barron’s*, March 20, 2004, pp. 29–32.
- Womack, Kent. “Do Brokerage Analysts’ Recommendations Have Investment Value?” *Journal of Finance*, 51 (1) (1996): 137–67.
- World Bank. *Averting the Old Age Crisis*. New York: Oxford University Press, 1994.
- Wurgler, Jeffrey. “Financial Markets and the Allocation of Capital.” *Journal of Financial Economics*, 58 (2000): 187–214.
- Zaret, David. *Origins of Democratic Culture: Printing, Petitions, and the Public Sphere in Early-Modern England*. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1999.
- Zuckerman, Marvin, Elizabeth Kolin, Leah Price, and Ina Zoob. “Development of a Sensation-Seeking Scale.” *Journal of Consulting Psychology*, 28 (6) (1964): 477–82.

Об авторе

Роберт Шиллер — профессор экономики (стипендиат Артура Оукена) факультета экономики и Фонда Коулза по экономическим исследованиям Йельского университета, профессор финансов и научный сотрудник Международного финансового центра при Йельской школе менеджмента. Автор книг: «Волатильность рынка» (Market Volatility, MIT Press, 1989), «Макрорынки» (Macro Markets, Oxford, 1993), «Новый финансовый порядок» (The New Financial Order, Princeton, 2003), «Субстандартное решение» (Subprime Solution, Princeton, 2008); а также соавтор «Spiritus Animalis: или Как человеческая психология управляет экономикой» (Animal Spirits, Princeton, 2009). Кроме того, с 1980 г. он является научным сотрудником Национального бюро экономических исследований (NBER) и одним из организаторов семинаров, проводимых Бюро. В 2005 г. был избран вице-президентом Американской экономической ассоциации, а в 2006–2007 гг. — президентом Восточной экономической ассоциации. Шиллер — автор колонки «Финансы XXI века» (для Project Syndicate), которую печатают по всему миру, а также «Взгляд на экономику» для *The New York Times*.



МЕЖДУНАРОДНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ ХОЛДИНГ

Финансовый холдинг FIBO Group (Financial Intermarket Brokerage Online Group) основан в 1998 году. FIBO Group предоставляет полный комплекс услуг интернет-трейдинга на мировых финансовых рынках. Основными партнерами FIBO Group являются такие авторитетные компании и банки, как крупнейший брокерский дом MF Global (Man Financial), Bawag Bank, IG Markets, Альфа-Банк, а в 2010 году мы стали участником электронной торговой сети Integral.

Основные направления деятельности МФХ FIBO Group Forex

1. Качественное исполнение торговых ордеров
2. Конкурентные спрэды
3. Гарантия выплаты собственных и заработанных средств
4. Качественный сервис как до открытия счета, так и после
5. 60 валютных пар с низкими спрэдами
6. Минимальный размер контракта 1000
7. Торговля на ECN или с FIBO Group
8. Современное программное обеспечение: MetaTrader, Power Trader, FX Inside
9. Новости от Dow Jones и Thomson Reuters

Нашим клиентам мы предлагаем на выбор два варианта осуществления торговых операций на рынке Forex: в первом варианте FIBO Group выступает как market maker, во втором — как STP брокер на ECN. Основное отличие между этими технологиями в способе обработки торговых операций клиента. В первом случае FIBO Group будет выступать контрагентом по сделке клиента, во втором случае клиент торгует на ECN-площадке и контрагентом по сделке будет третья сторона.

CFD

CFD — это финансовый инструмент, позволяющий трейдеру зарабатывать вне зависимости от того, дорожает или дешевеет базовый актив, иными словами, вы можете извлекать прибыль как от продажи, так и от покупки, при этом базовым активом может быть все что угодно: акции, фьючерсы, облигации или валюты. Во многом торговля CFD похожа на торговлю валютами, основная разница состоит в базовом активе.

FIBO Group предлагает для торговли 20 CFD на наиболее ликвидные базовые активы: нефть, золото, ведущие фондовые индексы и агрокультуры. Торговля CFD в FIBO Group является альтернативой биржевой торговле, но при этом требует гораздо меньших средств для того, чтобы начать торговлю.

Преимущества торговли CFD

1. Размер сделки от 0,01 лота
2. Комиссия отсутствует
3. Начальный депозит 300 долларов
4. Гарантированное исполнение по заявленной цене ордеров s/l и t/p
5. Открытие ордеров без проскальзывания
6. Торговля на терминале MetaTrader

Futures & Options

Компания FIBO Group предлагает вам значительно расширить свои торговые возможности, получив прямой доступ на ведущие фьючерсные и опционные биржи мира.

Биржевая торговля производными финансовыми инструментами характеризуется высочайшим уровнем защиты клиентов, который обеспечивается следующими факторами:

1. Ваш торговый счет открывается напрямую у нашего партнера — крупнейшего фьючерсного брокера в мире MF Global. Данная компания, история которой уходит корнями в XVIII век, стабильно удерживает первое место по торговому обороту на большинстве основных мировых бирж, специализирующихся на операциях с деривативами.
2. Прозрачность, соответствие жестким требованиям и регулируемость всех участников биржевых торгов гарантируются такими организациями, как CFTC и NFA. Ваши инвестиции будут надежно защищены американским законодательством, а также правилами и уставами национальных саморегулирующихся организаций.
3. Ваши средства размещаются на сегрегированных счетах крупнейших банков США — Harris Trust and Savings Bank / JPMorgan Chase Bank. Сегрегирование счетов — эффективная модель, которая обеспечивает защиту инвесторов и разделяет средства клиентов брокерской компании от средств самой компании.



МЕЖДУНАРОДНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ ХОЛДИНГ

Европейский уровень сервиса FIBO Group и прочные позиции одного из мировых лидеров среди других брокерских компаний подразумевают наилучшие условия торговли, индивидуальный подход к каждому клиенту, достойную аналитическую и техническую поддержку, инновационное программное обеспечение, в том числе собственные разработки специалистов FIBO Group.

ПРЕИМУЩЕСТВА РАБОТЫ С FIBO Group

- Широкий выбор финансовых инструментов
- Удобное программное обеспечение
- Программирование торговых систем и индикаторов
- Аналитическая поддержка

КОНТАКТЫ:

Центральный офис:

109028, г. Москва, Подкопаевский пер., д. 4, корп. А
БЦ «Ноев Ковчег» (м. Китай-город),
Тел./факс: 8 (495) 739-11-34; 739-11-35
8 (800) 505-3426 — на территории РФ звонок бесплатный

E-mail: sales@fibo.ru

Отделение FIBO Group в Санкт-Петербурге:

191002, г. Санкт-Петербург, 7-я линия ВО, д. 76,
БЦ «Сенатор», офис 604 (м. Василеостровская)
Тел./факс: 8 (812) 332-25-01 (многоканальный)

E-mail: spb@fibo.ru

Отделение FIBO Group в Екатеринбурге:

600124, г. Екатеринбург, ул. Радищева, д. 33, этаж 2
Тел./факс: 8 (343) 379-06-69

E-mail: ekat@fibo.ru

Отделение FIBO Group в Украине:

02068, Украина, Киев, проспект Григоренко, д. 20
Тел./факс: + 380 (44) 361-66-85; 361-66-58

E-mail: kiev@fibo.ru

Отделение FIBO Group в Казахстане:

Республика Казахстан, г. Алматы, ул. Тулебаева д. 38 (угол Макатаева)
БЦ «Жетысу», этаж 5
Тел./факс: + 7 (727) 273-72-70, + 7 (727) 273-84-65, 8 800 08-05-777
(звонок на территории Казахстана бесплатный)
г. Астана, Левый берег, ул. Кунаева, д. 29/1, БЦ «Дипломат», этаж 11, офис №11
Тел.: + 7 (7172) 55-00-66, + 7 (7172) 55-00-86, + 7 (7172) 57-90-85

E-mail: kz@fibo.ru

[1] Alan Greenspan. *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, (New York: Penguin Press, 2007), p. 368.

[2] *Ibid.*, p. 231.