

Содержание

Предисловие к третьему изданию 2009 г.....	7
Предисловие ко второму изданию 2005 г.	13
Предисловие к первому изданию 2000 г.	21
Благодарности.....	27
Глава 1. Фондовый рынок в исторической перспективе.....	31
Глава 2. Рынок недвижимости в исторической перспективе.....	43

Часть I Структурные факторы

Глава 3. Факторы ускорения: бурный рост капитализма, Интернет и др.....	69
Глава 4. Усилители: естественные пирамиды Понци.....	105

Часть II

Культурные факторы

Глава 5. СМИ.....	145
Глава 6. Новая экономическая эра	177
Глава 7. Пузыри в эпоху «новой экономики» в разных странах.....	215

Часть III

Психологические факторы

Глава 8. Психологические якоря для рынка.....	233
Глава 9. Стадное поведение и модели эпидемий.....	247

Часть IV

Как объяснить оптимизм

Глава 10. Эффективные рынки, случайные блуждания и пузыри	273
Глава 11. Что знает инвестор.....	299

Часть V

Призыв к действию

Глава 12. Спекулятивная волатильность и свободное общество.....	313
Примечания.....	349
Литература	399
Об авторе.....	417

Предисловие к третьему изданию 2009 г.

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 экономики¹.

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.

¹ Alan Greenspan. *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, (New York: Penguin Press, 2007), p. 368.

² *Ibid.*, p. 231.

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.

Предисловие ко второму изданию 2005 г.

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 Палаццески «Кодекс Перела» (*Il 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 Палаццески 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 ощути́м 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 рисковых 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 доказывается, 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 бумагах 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 позволят 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 обществу 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.

Предисловие к первому изданию 2000 г.

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 упорядочил 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 безраздушными, 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 понижающую 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 Хьялмарсон, Юаньфэн Хоу, Мурад Дживрадж, Олстон Ламберт II, Энтони Линг, Луис Манчила, 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 Геанакопλος, 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 Джеффри Верглеру. 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 Уэлсли. 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, Джеффри 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 Осакского 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.

1

Г Л А В А

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 заиклились 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 утроения. 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.

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



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.)

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.

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



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.

историю бум на фондовом рынке можно назвать бумом тысячелетия⁴.

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, делен-



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.)