

АНАТОМИЯ ФИНАНСОВОГО ПУЗЫРЯ

Елена ЧИРКОВА

кандидат экономических наук,
доцент ГУ—ВШЭ

Оковоча • Політика

OIKONOMIA • POLITIKA

Финансовые пузыри можно классифицировать по степени масштабности охвата рынков различных инвестиционных активов. Различают макромании и микро-мании. Известный инвестор Марк Фабер в качестве примеров микро-маний приводит технологическую манию 1983 года в США, пузырь на глобальном фондовом рынке 1987 года, бум развивающихся рынков 1988—1990 годов, резиновый бум в начале 1990-х, бум акций компаний, предоставлявших игровые услуги (*gaming stocks*), в 1978, спекуляции сельхоз-угодьями в 1970-х, резиновый бум в начале 1990-х годов¹. Он упоминает и моду на аэрокосмическую промышленность, магазины-дискаунтеры, торговлю по каталогу, промышленное производство небольших домов и бум инвестиционных фондов, вкладывающихся в небольшие компании (SBICs — small business investment units) из-за налоговых льгот в 1950—1960-е годы². Другой известный инвестор и автор книг по стоимостному инвестированию Дэвид Дреман³ считает пузырями бум фармацевтических компаний и ссудно-сберегательных учреждений в США. Автор бестселлера «Мудрость толпы», где речь идет о стадном инвестировании, Джеймс Шуровьески⁴ отмечает игру на акциях урановых рудников в 1953—1954 годах. Микроманией можно считать конгломератную волну 1960-х годов, в перечень маний ее включают, на-

¹ *Faber M.* Tomorrow's Gold. Asia's Age of Discovery. Hong Kong: CLSA Books, 2008. P. 134, 143.

² *Ibid.* P. 35.

³ *Dreman D.* Psychology and the Stock Market. N. Y.: Amacom, 1977.

⁴ *Шуровьески Д.* Мудрость толпы. Почему вместе мы умнее, чем поодиночке, и как коллективный разум формирует бизнес, экономику, общество и государство. Киев: Вильямс, 2007.

пример, американский финансовый историк Роберт Собел⁵ и инвестиционный банкир и секретарь казначейства в администрации Клинтон Роберт Рубин⁶. Рубин вспоминает о так называемых акциях Nifty Fifty — компаний с инновационными продуктами или маркетингом, таких как *Polaroid* и *Avon Products*, в 1970-е годы⁷, «энергетических любимцев» (*energy darlings*) конца 1970-х, бум недвижимости на юго-западе США в начале 1980-х годов и два биотехнологических бума в начале и конце 1990-х⁸. В статье Колина Камерера⁹ упоминается пузырь на рынке молодых рысаков в середине 1980-х годов, когда был достигнут рекорд цен в этом секторе — породистый конь был продан на аукционе за 13,1 млн долл. А Чарльз Киндлебергер, автор классического исследования «Мании, паники и крахи», вспоминает бум создания пивных компаний в Британии в 1880 году, вызванный известием о том, что виноградники Франции поражены виноградной тлей и производство вина падает. Во время этого бума на финансовый рынок вышли аж 86 новых компаний¹⁰. Дремман также отмечает аномальный рост цен на некоторых нефинансовых рынках в 1970-е годы. Так, цены на китайскую керамику росли на 23% в год, на американские марки — на 23,5%, на редкие книги — на 21%, на объекты *art deco* — на 19%, на картины старых мастеров — на 15,4%. В 1980-е годы пузырь разросся на рынке произведений искусства. Современная, то есть созданная после Второй мировой войны, живопись выросла в цене в 20—30 раз, а «голубые фишки» (импрессионисты и художники начала XX века) — примерно в 10 раз¹¹. В общем, все подобные эпизоды не перечислишь.

По определению Марка Фабера, микромания — это спекулятивный пузырь, схлопывание которого не ведет к масштабным экономическим последствиям. После резкой и короткой массовой распродажи вновь устанавливается повышательный тренд¹². «При микромании, как это случилось в 1961-м или в 1983 году, полностью обрушиваются только самые популярные сектора, которые привлекали наибольшее внимание средств массовой информации и спекулянтов. В конце микромании в начале 1961 года примерно на 85% упали SBCs, электроника, боулинг, в 1983 году, по окончании технологической мании, такие компании, как *Apple*, *DataPoint*, *Oak Industries*, *Micron Technology*, *TeleVideo*, *Wang*, *Computervision* и *Commondore*, упали на 80%. Большинство акций, показывавших лучший результат во время микромании, и большая часть новых выпусков, размещенных во время бума, либо полностью исчезают, уходят в забвение, либо долго не достигают своих высот времен мании. Однако после коллапса индексы восстанавливаются и пробивают предыдущие максимумы»¹³.

⁵ *Sobel R. The Money Manias; the Eras of Great Speculation in America, 1770—1970. Washington: Beard Books, 2000.*

⁶ *Rubin R., Wesberg J. In an Uncertain World. Tough Choices from Wall Street to Washington. N.Y.: Random House, 2004.*

⁷ Таких акций было примерно 50. На пике пузыря в 1972 году их средний P/E составлял 42, во время «бычьего рынка» 1972—1973 годов цены на эти акции упали в среднем на 62% (*Napier R. Anatomy of the Bear. 2nd ed. Petersfield, UK: Harriman House, 2007.*)

⁸ *Rubin R., Wesberg J. Op. cit. P. 323—324.*

⁹ *Camerer C. Bubbles and Fads in Asset Prices: A Review of Theory and Evidence // Journal of Economic Surveys. 1989. Vol. 3. No 1.*

¹⁰ *Kindleberger C. Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises. N.Y.: Basic Books, 1989. P. 41.*

¹¹ Картины импрессионистов действительно оказались «голубыми фишками». По данным, которые приводит сам Дремман, они упали в цене «всего» в два раза, тогда как цены на картины современных художников, достигавшие шестизначных цифр, скатились практически до нуля (*Dreman D. Op. cit. P. 241.*)

¹² *Faber M. Op. cit. P. 134.*

¹³ *Ibid. P. 158.*

Пузырь в Японии в 1980-е годы охватил рынки акций и недвижимости и был, несомненно, макропузырем. Пузырь 1929 года в США затронул только рынок акций (инвесторы обожглись на недвижимости в 1925—1926 годах во Флориде и на этот раз были осторожны), но в силу своей масштабности тоже может считаться макропузырем. К макропузырям относятся и события в Кувейте в 1986 году, и «Система „Миссисипи“» Джона Лоу во Франции, и торговля акциями «Компании Южных морей» в Англии в 1720 году.

Как ни парадоксально это звучит, определить, что же такое пузырь, не так-то просто. Мне это кажется более трудным, чем сказать, при каких предпосылках он может возникнуть. Ранние попытки определить, что такое пузырь, сводятся к замечанию о резком росте цен, подразумевающему спекулятивный момент. Так, например, Киндлебергер определяет пузырь как «существенное повышение цен, за которым следует крах»¹⁴. Это, в общем-то, техническое определение. По этому же пути пошел и Алан Гринспен, который в своих мемуарах, вышедших в 2007 году, написал: «Вопрос, который я абстрактно задавал себе в 1996 году, заключается в том, как распознать, что рынки охвачены „иррациональным возбуждением“, и тогда у меня не было ответа на этот вопрос. Я думаю, сейчас у меня ответ есть: судить очень трудно, если только не в ретроспективе. Если фондовый рынок... падает на 30 или 40% в течение недель или нескольких месяцев, я могу заверить, что пузырь был»¹⁵. Поясню: 30—40% падения — это примерно 43—67% переоценки в момент пика по сравнению с уровнем после падения¹⁶.

Такие формальные, или технические, определения очень часто важны для развития науки, хотя они и не дают полноты картины. В свое время гиперинфляция была определена формально как рост цен на 50% в месяц в течение как минимум трех месяцев. И это позволило работать с историческими данными — классифицировать те или иные эпизоды роста цен как гиперинфляцию. Но такое определение является недостаточным: во время гиперинфляции качественно меняется поведение экономических агентов, которые стараются как можно быстрее избавиться от денег, что приводит к резкому росту скорости их обращения. В то же время когда определялась ее количественная граница, то и пытались ухватить именно тот уровень, за которым в поведении экономических агентов происходят качественные изменения. Иными словами, определение, которое выглядит чисто техническим, может содержать в себе и качественный момент. Так же и с пузырем. Формальное определение (глубина падения цен) должно примерно улавливать тот уровень, который свидетельствует о явлении принципиально иного рода.

Является ли подходящим, с этой точки зрения, определение Гринспена? Не убеждена. 30—40% — это, конечно, больше, чем 20%, что считается формальным индикатором наступления медвежьего рынка, но во время сдувания большинства известных пузырей речь шла о падении примерно в несколько раз. Напомню, что в период сдувания интернет-пузыря в 2000—2003 годах даже индекс *S&P*, который по большей части включает компании «старой» экономики, упал на 50%!

¹⁴ Цит. по: *Garber P. Famous First Bubbles. The Fundamentals of Early Manias. Cambridge, MA; L.: MIT Press, 2001. P. 9.*

¹⁵ Цит. по: *Fleckenstein W., Sheehan F. Greenspan's Bubbles: The Age of Ignorance at the Federal Reserve. N. Y.: McGraw-Hill, 2008. P. 116.*

¹⁶ Для сравнения: Фишер Блэк, соавтор формулы опционов, в одной из своих работ заявил о том, что, по его мнению, рынок можно считать эффективным, если курсы акций отражают реальную стоимость компаний с точностью от 50 до 200% (*Black F. Noise // Journal of Finance. 1986. Vol. 41. P. 529—543*). Это, на мой взгляд, тоже перегиб, но в другую сторону.

С «количественным» определением у нас будут и теоретические проблемы. Не любой обвал цен является коррекцией пузыря. Рыночный крах может случиться и по другим причинам. Известный ученый-финансист Маркус Брюннермейер дает еще три возможных объяснения резкого падения цен: временное сокращение ликвидности на рынке — раз; изменение фундаментальной стоимости актива — два; и падение цены ниже равновесного уровня в результате развития того же информационного каскада (этакий «отрицательный пузырь») — три¹⁷. По его мнению, коррекцию пузыря можно отличить не по тому, как сильно упали цены, а по тому, как они ведут себя после.

Что же он имеет в виду? Предположим, как должны вести себя цены «после», если падение было сдуванием пузыря. В случае же временного сокращения ликвидности или развития негативного (ошибочного) каскада цены должны вскоре восстановиться. Если этого не происходит, то, значит, дело не в ликвидности и не в падении цен ниже их фундаментальной стоимости. Остается только одно конкурирующее объяснение — падение самой фундаментальной стоимости актива. На мой взгляд, если речь идет о ситуации на макроуровне, то «уменьшение фундаментальной стоимости актива» (то есть в данном случае ухудшение состояния экономики) не может быть столь резким и драматичным, да еще в такой развитой, отнюдь не монопродуктовой экономике, как США, чтобы цены резко упали аж на 30—40%. Иными словами, резкое падение цен (скажем, фондового индекса) без последующего скорого восстановления должно быть признаком сдувания пузыря.

Об этом же пишет Марк Фабер, и он в отношении сроков обратной коррекции пессимистичен: «На неспекулятивных рынках в течение длительного времени (иногда 20 и более лет) может наблюдаться «боковой тренд», и они могут регулярно тестировать минимумы, в то время как спекулятивные рынки, как правило, заканчиваются взрывом. За резким ростом цен тут же следует резкое падение, а предыдущие уровни никогда более не достигаются или достигаются очень нескоро (через 10, 20 и более лет)»¹⁸.

Возможно, наши рассуждения о том, как диагностировать пузырь задним числом, и имеют какую-то теоретическую ценность, но они, к сожалению, мало полезны в практическом плане. Гораздо продуктивнее было бы диагностировать наличие пузыря до того, как он лопнул, а не после. Посмотрим, не существует ли определений, которые могут в этом помочь.

Еще одно определение гласит, что пузырь — это такой рост цен, который необъясним с точки зрения изменения фундаментальных факторов. Или по-другому, хотя по сути — то же самое: пузырь — это когда цены не соответствуют справедливым стоимостям. На мой взгляд, это хорошее, «правильное» определение, но сложность в том, что в некоторых ситуациях применить его тоже можно лишь задним числом. Зачастую только значительно позже становится понятно, что стало с фундаментальными факторами и какие цены являются справедливыми, ведь «даже убежденные сторонники принятия решения на основе фундаментальных факторов обнаружат, что в отношении фундаментальных факторов тоже существует мода. А это свидетельствует о том, что фундаментальные факторы не такие уж фундаментальные»¹⁹.

Простой пример — динамика российского фондового рынка и цен на нефть. Диагностировать пузырь на фондовом рынке *a priori*, то есть в момент, когда нефть стоила 140 долларов за баррель, можно было только будучи уве-

¹⁷ Brunnermeier M. Asset Pricing under Asymmetric Information: Bubbles, Crashes, Technical Analysis, and Herding. Oxford: Oxford University Press, 2001. P. 165—167.

¹⁸ Faber M. Op. cit. P. 151.

¹⁹ Levy E. The Mind of Wall Street. N.Y.: Public Affaires, 2002. P. 8.

ренным, что нефтяные цены не поддерживаются фундаментальными факторами. Если же мы этого не знаем (ну не умеет никто в мире прогнозировать цену на нефть!), то мы не знаем и того, пузырь на фондовом рынке или нет.

На мой взгляд, хорошим индикатором наличия пузыря является резкий (нелинейный) рост цен в течение короткого времени, или ускорение *темпов* роста цены актива. Назовем это *первым признаком пузыря*. Этот критерий применить проще, нежели критерий несоответствия цен фундаментальным стоимостям. Тот факт, что фундаментальная стоимость не меняется, а цены растут, увидеть гораздо проще, чем понять, какова же эта фундаментальная стоимость. Иными словами, легче понять, что *динамика* неадекватна, нежели оценивать корректность *абсолютного* уровня.

Мне очень нравится такое (опять частичное!) определение, которое уже «теплее»: пузырь — это когда финансовый рынок больше влияет на реальную экономику, чем реальная экономика на финансовый рынок. Кстати, это определение также указывает на то, почему так трудно бывает распознать пузыри — при финансовых пузырях какое-то время «в шоколаде» пребывает и реальная экономика. Вспомним пузыри «Компании Южных морей» и «Системы „Миссисипи“», 1920-е годы в США, Японию в 1980-е годы, а также период интернет-бума. По оценкам макроэкономиста Роберта Бреннера, в период интернет-бума фондовый рынок начал больше влиять на реальную экономику, чем реальная экономика на фондовый рынок, еще в 1997 году!²⁰ Бреннер считает, что в конце 1990-х годов в США бум на фондовом рынке добавлял 1% роста ВВП в год.

Реакцию реальной экономики на более высокий уровень цен инвестиционных активов экономисты называют эффектом благосостояния (*wealth effect*). Вот как его объясняет Роберт Шиллер, известный американский ученый-финансист, автор бестселлера «Иррациональное возбуждение»: «...доказано, что он может возникать как из-за роста цен на фондовом рынке, так и из-за роста цен на жилье. Когда высокие расходы начинают влиять на ВВП, видимость экономического успеха заставляет людей загонять рынок еще выше. Более высокий уровень ВВП интерпретируется как свидетельство более здоровой и сильной экономики, нежели пузыря, чем это все является в конечном счете. Другая форма обратного влияния — «цены—корпоративные прибыли—цены». Когда цены на фондовом рынке растут, люди тратят больше; это подгоняет прибыли корпораций, что подается как фундаментально хорошие новости о самих корпорациях; а это, в свою очередь, обнадеживает инвесторов, ожидания которых относительно фондового рынка растут, что ведет за собой дальнейший рост цен...

Люди привыкли думать, что существует некое базовое «здоровое» состояние экономики и что, когда фондовый рынок идет вверх, когда растет ВВП или когда увеличиваются корпоративные прибыли, экономика становится здоровее, не больше и не меньше»²¹.

Как мы видим, понимание того, что же такое пузырь, мало что дает для его распознавания «в моменте», ведь пузыри маскируются, создавая на какое-то время адекватную себе *реальную* экономическую ситуацию.

Инвесторы пытаются придумать эвристические, то есть косвенные, правила, как все же распознать пузырь *в момент пузыря*. Одно такое правило придумал известный фондовый спекулянт первой половины XX века Бернард

²⁰ Brenner R. The Boom and the Bubble. The US in the World Economy. L.: Verso Press, 2002. P. 188.

²¹ Shiller R. Irrational Exuberance. N.Y.: Brodway Books, 2000. P. 70.

Барух: пузырь — это когда попрошайка дает советы профессиональному инвестору относительно того, какие акции стоит покупать. Аналогичны утверждения выдающегося американского инвестиционного управляющего 1970—1990-х годов Питера Линча о том, что время продавать акции — когда зубной врач на вечеринке говорит о них, а не о своих пациентах. На мой взгляд, это правило может сгодиться для принятия решения об отзыве инвестиций: акции, которыми владеют все, стоит, быть может, продать. Если об акциях говорят все, то, по всей видимости, на рынке действительно пузырь. (Но обратное неверно: из того факта, что о них говорят пока что не все, отнюдь не следует, что пузыря нет.) Многие пузыри характеризовались тем, что в спекуляцию вовлекались люди, которые должны были бы быть далеки от этого. Так, в период тюльпаномании в 1636—1637 годы в Голландии тюльпанами спекулировали отнюдь не на Амстердамской бирже, а мелкие ремесленники, которые захотели быстро обогатиться на торговле этим волшебным цветком. Верно это и для относительно недавних пузырей: макропузыря в Японии 1980-х годов, флоридского земельного бума 1926 года и фондового кризиса 1929 года в США. Ничего не изменилось и во время интернет-бума. Хорошо задокументировано, что к моменту краха акции по большей части были переложены из портфелей профессионалов в портфели физических лиц.

Итак, *вторым признаком пузыря* является массовое вовлечение в процесс «инвестирования» инвесторов-непрофессионалов. Так, Кейнс называл спекуляцию игрой шлюх и старых кухарок²².

Третий признак, на мой взгляд, — это большое количество покупок инвестиционных активов с целью перепродажи в краткосрочной перспективе («пирамидальность» процесса). Для рынка недвижимости высоким уровнем инвестиционных покупок считается около 20%. Предположительно в Москве в 2008 году на рынке недвижимости таких было 30%. К инвестиционным покупкам можно отнести и фьючерсную торговлю финансовыми инвесторами нефтью и металлами, а не производителями или потребителями — теми, кто реально хеджируется.

Четвертым признаком пузыря является отказ в период бума от традиционных методов оценки. В первом издании культовой книги «Анализ ценных бумаг» («Security Analysis») 1934 года Бенджамин Грэм и Дэвид Додд писали о конце эры процветания 1920-х годов: «Вместо того чтобы судить о рынке по устоявшимся канонам оценки стоимости, в новую эру стандарты оценки стоимости базировались на рыночной цене»²³. Как выразился Марк Фабер, «на пике мании традиционные методы оценки выкидывают в окно»²⁴. Ярким примером такого подхода являются объяснения высокой оценки стоимости интернет-компаний в период бума доткомов. В частности, инвестиционные банкиры убеждали широкую публику в том, что прежние методы оценки в отношении интернет-компаний не работают, так как спецификой данного сектора экономики является практически безграничный рост без капитальных вложений. Ведь если ритейлеру требуется построить здание, а для этого купить (или взять в аренду) участок земли (причем успех бизнеса напрямую зависит от местоположения участка), то в Интернете таких затрат не требуется. К тому же в виртуальном мире все равны по местоположению. Можно сэкономить и на рекламе — наличие поисковых серверов, которые

²² Camerer C. Op. cit. P. 10.

²³ Цит. по: Fridson M. It Was a Very Good Year. Extraordinary Moments in Stock Market History. N.Y.: John Wiley and Sons, 1997. P. 82.

²⁴ Faber M. Op. cit. P. 37.

сравнивают цены на одни и те же товары в интернет-магазинах, практически гарантирует клиентский поток, если у вас конкурентоспособные цены. И с этим трудно не согласиться! В период интернет-бума возник и такой мультипликатор для оценки компании, как «сожженная наличность» (*cash burned*), — считалось, что тот, кто больше инвестирует, успеет захватить какую-то рыночную нишу в новом виртуальном пространстве²⁵. (Как впоследствии оказалось, наличность действительно была сожжена.)

Пятый признак пузыря — игнорирование рынком плохих новостей или интерпретация их как хороших, игнорирование сигналов опасности. Заметим, что на дне имеет место обратный эффект — игнорируются хорошие новости. В качестве примера игнорирования плохих новостей можно привести невосприимчивость рынка к растущему торговому дефициту США, который в 1999 году интерпретировался как положительный знак. Как пишет американский финансовый журналист Роджер Ловенштейн, «среди американских экономистов существует консенсус, что торговый дефицит отражает тот факт, что экономика США — самая сильная в мире. Мультипликаторы Р/Е как никогда высоки? Это не сигнал опасности, а дальнейшее доказательство того, что старые правила больше не работают»²⁶.

Вышеперечисленные признаки действительно для пузырей в любой сфере. К ним можно добавить еще признаки, специфичные для пузырей на финансовом рынке.

Шестым признаком пузыря на финансовом рынке является перетекание туда средств из реального сектора, в силу того что спекулировать выгоднее, чем заниматься реальным производством. Так, например, происходило в 1929 году: корпорации дружно отправляли деньги на фондовый рынок. Аналогичным явлением является, например, железнодорожная мания в середине XIX века в Англии, когда на строительство железных дорог были брошены ресурсы, превышавшие ВВП всей страны. Это пример того, как один сектор реальной экономики «перетягивает одеяло на себя» и «обескровливает» другие сектора. В Португалии в XVI веке, во времена ее господства на море, прибыльная заморская торговля заставила почти всех забыть о других сферах экономики. Когда это господство закончилось, рецессия была очень тяжелой, поскольку поля уже не возделывались. Это, кстати, подметил французский экономист Огюст Бланки еще в середине XIX века²⁷.

Седьмой признак пузыря — широкое распространение различных инвестиционных фондов и компаний. Резкий рост таких фондов можно проследить на примере 1929 года в США и 1980-х годов в Японии. Это было характерно и для конца 1990-х годов. Как пишет Фабер, «между 1930-м и 1970-ми годами, когда акции не были в цене, инвестиционные компании практически не появлялись. В последние годы новые инвестиционные компании плодились как грибы. Так... токкин-счета²⁸ стали более популярны к концу бума. В США, где инвестиционные клубы создать и распустить легче, чем инвестиционные компании, их маньячная активность только усилила аномалию... До 1992 года создание новых инвестиционных клубов не превышало 1000 в год,

²⁵ Более подробно эта тема разбирается в моей книге «Как оценить бизнес по аналогии. Пособие по использованию рыночных коэффициентов», в которой я рассказываю о том, какие новые мультипликаторы появились в период интернет-бума для оценки интернет-компаний.

²⁶ Lowenstein R. *Origins of the Crash*. N.Y.: The Penguin Press, 2004. P. 191.

²⁷ Faber M. *Op. cit.* P. 213.

²⁸ Токкин-счета — особые торговые счета, прибыль по которым была освобождена от налога на прибыль. Эгио-токкин-счета — счета, средства на которых находятся в управлении у брокеров. На пике бума минимальная доходность по таким счетам гарантировалась.

а в конце 1990-х интерес инвесторов к объединению счетов вырос, и тысячи и тысячи создавались каждый день»²⁹.

Восьмым признаком является резкое увеличение количества IPO и ухудшение качества размещаемых бумаг. «Инвестиционный бум ведет не только к формированию большего числа инвестиционных пулов, но к валу новых выпусков. Календарь размещений был плотным в конце 1920-х, в конце 1960-х и на развивающихся рынках — в 1993 году. В период нефтяного и ресурсного бума 1970-х размещались акции нефтяных и добывающих компаний. Во время технологической микромании 1983 года эти акции преобладали среди новых выпусков. То же самое происходило с выпусками „мусорных“ облигаций в середине 1980-х. В конце 1990-х сначала был всплеск IPO-акций компаний, завязанных на Китай (переподписка на IPO *Beijing Investment* 1997 года осуществлялась 400 раз), а затем — всяческих технологических и интернет-акций. Чрезмерная спекуляция особенно заметна, когда велика переподписка на IPO (китайские акции типа Н и В в 1996 и 1997 годах, интернет-акции в 1990-х годах) или когда рост стоимости в первый день котирования велик. Кроме того, чем большее число выпусков концентрируется в одной отрасли (плавающие казино, биотехнологии, фонды недвижимости, страновые фонды, технологические и интернет-компании и т. п.), тем более вероятно, что такая отрасль приближается к долгосрочному или к циклическому пику.

К концу бума размещений цены становятся чрезмерными, а качество эмитентов ухудшается»³⁰. Кстати, и огромная переподписка на IPO — тоже признак пузыря. Она наблюдалась и в ходе интернет-мании.

Джей Риттер, известный американский финансист, специализирующийся на IPO, в 1991 году опубликовал статью, в которой привел результаты анализа динамики IPO в период с 1977-го по 1983 год — на бычьем рынке. Как оказалось, 61% всех IPO было проведено в 1983 году, то есть на пике, а в первые пять лет, когда качество эмитентов было самым высоким, IPO сделали всего 6% компаний выборки³¹.

Девятый признак пузыря — узость рынка, то есть рост лишь в отдельных его сегментах: «На спекулятивной фазе рынка лидеров очень мало. Обычно лишь горстка акций растет и продолжает взвинчивать индекс, тогда как большая часть рынка погружается в летаргический сон и список новых максимумов сокращается. Хотя американский рынок достиг своего максимума в 1929 году, большинство акций достигли пика еще в 1928-м»³². «Одним из наиболее надежных симптомов того, что рыночная мания подошла к концу, является концентрация спекуляции среди нескольких акций, обычно это всего один сектор. И часто последний большой спекулятивный скачок сопровождается появлением большого количества низкокачественных акций или компаний, которые меняют сферу своей деятельности (а иногда и просто имя) и неожиданно начинают фокусироваться на «горячем» секторе. В конце 1990-х годов в Австралии ряд добывающих компаний переименовались в доткомы с единственной целью — поднять курс своих акций»³³. Кстати, Фабер заметил, что резкий рост цен акций в первый день котирования по сравнению с ценой IPO — тоже признак чрезмерной спекуляции. Для интернет-бума это было очень характерно.

²⁹ Faber M. Op. cit. P. 149.

³⁰ Ibid. P. 150—151.

³¹ Ritter J. The Long Run Performance of Initial Public Offerings // Journal of Finance. 1991. Vol. 46. No 1.

³² Faber M. Op. cit. P. 151.

³³ Ibid. P. 150—552.

Десятым признаком пузыря является распространение финансового мошенничества. Кстати, этот признак тоже мало что дает для диагностики, поскольку тот факт, что мошенничество имело место, обычно вскрывается после того, как пузырь лопается. Так, пузырь на рынке акций в США в конце 1990 года сопряжен с такими известными махинациями, как подтасовывание отчетности американскими компаниями *Enron*, *WorldCom*, *Tyco*, а в Европе — компаниями *Ahold*, *Parmalat* и другими. Много мошеннических схем вскрылось и в Японии после коллапса рынка в 1989 году. Киндлебергер предлагает такое объяснение взаимосвязи между расцветом мошенничества и перегревом рынка: «из исторических наблюдений ясно, что мошенничество — это ответ на жадный аппетит к богатству, подстрекаемый бумом. Когда денежная система трещит по швам, институты теряют ликвидность, мошенники-неудачники вот-вот будут выявлены, соблазн схватить деньги и убежать становится практически непреодолимым»³⁴. «Мошенничество растет по мере процветания. В случае финансового кризиса масштабы его еще больше увеличиваются вследствие жестких условий кредитования и вследствие того, что цены перестают расти и начинают падать»³⁵.

По моему мнению, самый продвинутый список симптомов спекулятивного бума (на макроуровне) в той или иной стране привел Марк Фабер³⁶:

- инвестиционная мания случается раз в поколение, ее распознать легче всего (по сравнению с другими фазами экономического цикла. — *Е. Ч.*), поскольку спекуляция становится неконтролируемой;
- единственная проблема заключается в том, что эта фаза может принести колоссальные выигрыши до того, как она закончится и все взорвется;
- [при коллапсе] обычно падает и курс акций, и обменный курс валюты из-за продаж иностранцами;
- объем кредитов резко возрастает, и закредитованность становится чрезмерной;
- как правило, строится много жилья, отелей, офисов, торговых центров, обычно строятся здания, призванные быть самыми пафосными в мире³⁷;
- деловая столица становится городом бума, ночные клубы забиты спекулянтами, сделавшими деньги на акциях или недвижимости, в дневное время — повсеместно автомобильные пробки;
- обычно строится новый аэропорт, второй — в стадии проектирования;
- планируются новые города и новые индустриальные зоны;
- известные бизнесмены, операторы рынка недвижимости и фондового рынка становятся национальными героями, их лица печатают на обложках журналов, изредка журналы даже называют их людьми года;
- всюду обсуждаются акции и рынок недвижимости, толпа инвестирующих находит всяческие аргументы в пользу того, почему «рынок не может пойти вниз», и ее невежество и ложная уверенность поддерживаются учеными, которые публично делают оптимистические прогнозы, основанные на ложных предпосылках, на рынке акций наблюдается активная спекулятивная торговля, в том числе со стороны розничных инвесторов, многие из которых работают на заемных деньгах, объемы торгов, равно как и объемы сделок с недвижимостью, в разы превышают объемы начала оживления;

³⁴ *Kindleberger Ch. Op. cit. P. 11.*

³⁵ *Ibid. P. 91.*

³⁶ *Faber M. Op. cit. P. 68.*

³⁷ Можно провести параллель с индексом цикличности мировой экономики, который увязывает степень ее перегрева с высотой строящихся небоскребов (*Торнтон М.* Небоскребы и экономические циклы // *Экономическая политика.* 2008. № 1. С. 56—79).

- распространяются странные словосочетания, такие как LBO, M&A, Red Chips, Tiger Economies (Tiger Club Economies), New Era, New Economy, спекулянты знают лишь тикеры компаний, акции которых они покупают, а не их имена, и уж тем более не то, чем эти компании занимаются;
- на фондовом рынке начинают действовать домашние хозяйки, и многие люди даже бросают работу, чтобы сконцентрироваться на игре, парикмахеры, девушки легкого поведения, управляющие, которым едва за двадцать, и дети из богатых семей зачастую выступают успешнее, чем профессиональные менеджеры, их часто интервьюирует пресса, и начинают появляться книги, посвященные выигрышным формулам;
- топ-менеджеры корпораций начинают активно приобретать компании, обычно финансируя сделки за счет долга;
- удачливые бизнесмены и спекулянты начинают инвестировать за рубеж или в другие сектора экономики — обычно в такие сферы и вещи, в которых они ровным счетом ничего не понимают и потому нещадно переплачивают (искусство, недвижимость, акции, гольф-клубы);
- велики масштабы притока иностранной валюты, иностранные брокеры открывают брокерские конторы, брокерские аналитические отчеты становятся самыми толстыми за всю историю цикла³⁸.

Совпадение было бы полным, если бы мы не летали по-прежнему через Шереметьево-2³⁹...

Попытаться диагностировать пузырь поможет и понимание факторов, или предпосылок, которые способствуют его надуванию. Чем больше их складывается в одно и то же время в одном и том же месте, тем с большей вероятностью возникнет пузырь. А уж если мы наблюдаем не только предпосылки, но еще и признаки пузыря, то наверняка имеем дело с настоящим пузырем. Эти факторы (предпосылки) таковы.

Длинный (бесконечный) срок жизни объекта инвестиций, «инвестиционный» характер сделки. Пузыри не надуваются на рынке потребительских товаров, то есть тех, которые покупаются для конечного потребления, а не для перепродажи. Возможность перепродать объект в будущем — ключевое условие надувания пузыря. В этом контексте важен не только «инвестиционный»⁴⁰ характер актива, но и срок его жизни — желательно, чтобы это была вечность. К таким объектам относятся акции, предметы искусства, антиквариат, земля и — с небольшой натяжкой — недвижимость в виде зданий, но не облигации с фиксированным сроком погашения.

³⁸ По мнению Фабера, «иностранцы ответственны за финальный взлет на рынке прямо и косвенно. Прямое влияние состоит в том, что они увеличивают свои покупки в фазе инвестиционной мании. А косвенное выражается в том, что местные привыкают к растущему притоку капитала из-за рубежа и убеждаются в том, что он будет расти постоянно» (Faber M. Op. cit. P. 147). «Я не видел бума, — пишет Фабер, — в котором местные не были бы убеждены в том, что иностранцы задерут цены еще выше. В период бума 1970-х годов все фокусировались на безудержном аппетите ближневосточных инвесторов по отношению к золоту. В 1980-е годы американцы думали, что покупка японцами реальных активов в США никогда не прекратится. Во время бума на японском фондовом рынке считалось, что иностранцы непременно придут, поскольку вес японских акций в их портфелях слишком низкий, в 1993—1994 годах все развивающиеся страны ожидали растущего притока иностранных денег» (Ibid. P. 147—148).

³⁹ К моменту публикации статьи открылось Шереметьево-3. — *Примеч. ред.*

⁴⁰ Я беру слово «инвестиционный» в кавычки потому, что речь идет, безусловно, об активах, которые приобретаются с целью извлечения прибыли, а не о предметах потребления, и, с одной стороны, такие покупки можно назвать инвестициями, но, с другой стороны, покупки с целью перепродажи относятся к разряду «спекулятивных» инвестиций, и в этом смысле спекуляцию и инвестиции можно противопоставить.

Популярно этот эффект можно объяснить так: «Когда начинаешь размышлять о бумагах и крахах, на ум тут же приходит одна вещь: вы не сталкиваетесь с бумагами в реальной экономике, то есть там, где вы покупаете и продаете телевизоры или яблоки и делаете себе прическу. Иначе говоря, цена телевизора не подскакивает вдруг вдвое за один день, чтобы резко упасть несколько месяцев спустя. Цены меняются (производители поднимают цены на редкие товары, розничные торговцы уценяют то, что не пользуется спросом), но с разумной амплитудой. И вы никогда не столкнетесь с ситуацией, когда подъем цен заставит людей покупать больше (а именно это происходит во время бума). Как правило, чем дороже становится модель телевизора, тем меньше людей ее покупают.

Бумы характерны именно для финансовых рынков. Почему? Что ж, задумайтесь о том, что вы покупаете, приобретая пакет акций. Вы в буквальном смысле покупаете часть будущей прибыли компании... Но вы покупаете и кое-что еще. Вы покупаете право перепродать этот пакет акций кому-то другому — в идеале кому-то с более оптимистичным взглядом на будущее компании, а следовательно, этот человек заплатит вам за акции больше, чем потратили на них вы.

Разумеется, верно и то, что каждый раз, покупая любой материальный товар, вы также покупаете право на его перепродажу. Но в реальной экономике, когда вы что-то покупаете (даже автомобиль), вы, как правило, не сильно беспокоитесь о возможности это перепродать. Ценность персонального компьютера, к примеру, зависит не от того, за какие деньги вы сможете перепродать его соседу, а скорее от той пользы, которую вы извлечете, владея им. Частично это объясняется тем, что материальные товары, за очень редким исключением, со временем теряют ценность. Когда вы их перепродаете, вы получаете меньше денег, чем изначально заплатили сами»⁴¹.

Труднооцениваемый объект. Во-первых, трудности с оценкой объекта, то есть отсутствие у экономических агентов информации о его справедливой стоимости, создают предпосылки для развития так называемого информационного каскада — такого явления, когда экономические агенты, принимающие решения, оглядываются на тех, кто принял решения до них⁴². Информационный каскад может вести к стадному поведению. Как писал Бертран Рассел, «степень эмоциональности обратно пропорциональна знанию фактов — чем меньше ты знаешь, тем больше ты кипятишься»⁴³.

Во-вторых, объективные сложности с оценкой объекта ведут к широкому разбросу оценок относительно его справедливой стоимости, и, как заметил американский экономист Эдвард Миллер, в такой ситуации цена на активы может формироваться в зависимости от мнения оптимистичных инвесторов относительно его стоимости. Разброс оценок критичен для надувания рационального пузыря⁴⁴.

Некоторые теоретики труднооцениваемыми активами называют любые активы, в спросе на которые есть инвестиционная составляющая, например

⁴¹ Шуровески Дж. Указ. соч. С. 236—237.

⁴² См. подробнее о теории информационного каскада в работах: *Banerjee A. A Simple Model of Herd Behavior // Quarterly Journal of Economics. 1992. Vol. 107. No 3; Bikhchandani S., Hirshleifer D., Welch I. A Theory of Fads, Fashion, Customs and Cultural Change as Informational Cascades // Journal of Political Economy. 1992. Vol. 100. No 5; Bikhchandani S., Hirshleifer D., Welch I. Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades // Journal of Economic Perspectives. Summer 1998. Vol. 12. No 3.*

⁴³ Цит. по: *Faber M. Op. cit. P. 68.*

⁴⁴ *Miller E. Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion // Journal of Finance. 1977. Vol. XXXII. No. 4.*

золото. Таким инструментом для непрофессионального инвестора является и любая акция. Этот инструмент идеально подходит для «запудривания мозгов» инвесторам. «Акции — это нечто нематериальное, в них нельзя жить, их нельзя осязать, их цена зависит от будущего компании, они связаны с реальными активами через ее финансовую отчетность. Вашего соседа вряд ли удастся убедить, что дом, в котором он живет, — это будущий замок, но он может поверить в такое, когда речь идет об акциях. (Насчет домов — некоторым тоже удавалось. — *Е. Ч.*) Кроме того, в случае спекуляции реальными активами — медью, зерном — кто-то в конце покупает зерно, печет хлеб и т. п. А в случае акций «день после» может быть отсрочен на неопределенное время»⁴⁵. У брокеров США даже есть выражение: «Акции не покупают, а продают». Это о том же — простой «инвестор» сам в ценности той или иной бумаги разобраться не может, ему нужно расписать все прелести, подтолкнуть к покупке...

Нобелевский лауреат по экономике Вернон Смит, один из пионеров экспериментальной экономики, показал в своих многочисленных экспериментах, моделирующих рынок, что существуют значительные расхождения между поведением участников на потребительском рынке и их поведением на рынке ценных бумаг. Когда в экспериментах покупались и продавались «телевизоры», студенты приходили к верному решению очень быстро. Когда они покупали и продавали «акции», результаты оказались куда более беспорядочными и зачастую надувались пузыри⁴⁶.

Еще одним благодатным источником для надувания пузырей являются товары и активы, обладающие таким свойством, как редкость, уникальность, предложение которых физически ограничено и не может быть увеличено при росте спроса. К таковым относятся, например, дорогой отель в центре Лондона, уникальный бриллиант, картина Рафаэля. Когда прямых аналогов нет, цена может быть какой угодно, и о том, что она была чересчур завышенной, мы зачастую узнаём только после того, как она упадет.

Если объект трудно оценить, то это создает почву для того, чтобы появилась *правдоподобная история, объясняющая, почему его стоимость должна быть высокой*. Приведу пример эпохи интернет-бума. Речь пойдет об акциях компании *Cisco*. В свое время был широко раскритикован телеканал финансовых новостей *CNBS*, ведущие которого рискнули предположить, что капитализация *Cisco* может достигнуть триллиона. И аргумент был таков: поскольку весь мировой ВВП составляет 30 трлн долл., то одна компания, пусть даже с выручкой 15 млрд долл., не может стоить 3% мирового ВВП.

А что если мы, «чайники», не знаем размеров мирового ВВП и нам представляются следующие доводы? «В 1999 году „большая тройка“ автопроизводителей — *General Motors, Ford, Daimler Chrysler* — использовали труд 1102,4 тыс. человек, чтобы создать совокупную выручку размером 470 млрд долл. и совокупную прибыль размером 17 млрд долл. *Cisco Systems*, напротив, использовала труд всего лишь 39 тыс. человек, чтобы создать выручку размером 15 млрд долл. и прибыль в размере 3,1 млрд долл. Несмотря на это, рыночная стоимость *Cisco* (354,7 млрд долларов) превышала совокупную стоимость *General Motors, Ford, Daimler Chrysler* (126,5 млрд долл.). Почему умные инвесторы захотят владеть акциями *General Motors, Ford* или *Daimler Chrysler*, если большинство людей уже имеют пару, а то

⁴⁵ Lowenstein R. Op. cit. P. 222.

⁴⁶ Smith V. Papers in Experimental Economics. Cambridge: Cambridge University Press; Porter D., Smith V. Stock Market Bubbles in the Laboratory // Journal of Behavioral Economics. 2003. Vol. 4. No 1.

и три машины в своем гараже? Неудивительно, что P/E *Ford* — 5, *GM* — 6, а *Daimler Chrysler* — 8. У *Cisco Systems* P/E равен 89, поскольку сегодня только 300 млн человек, или 5% населения Земли, могут подключиться к Интернету без того, чтобы обрушить систему. В один прекрасный день, и это так же верно, как то, что солнце всходит и заходит, 40% населения Земли, или 2,4 млрд человек, смогут подключиться к Интернету и не обрушить систему. Неудивительно, что P/E технологических и интернет-акций так высок. Они представляют собой будущее этой страны и, следовательно, всего мира. Технология — это самая главная движущая сила американской экономики. И поскольку и Интернет, и технология оказывают дефляционное воздействие, они же и есть две главные силы, обуздывающие инфляцию»⁴⁷.

На первый взгляд очень убедительно, но если вдуматься... Автор пишет, что машин уже две—три на семью, а к Интернету люди не подключены. Но статистика по машинам *американская*, а по Интернету — *глобальная*, так что сравнивать их некорректно. Та беднота в странах третьего мира, которая не имеет машин, захочет ли она платить существенные деньги за подключение к Интернету? И есть ли там инфраструктура, например телефонные сети, чтобы организовать такое подключение? Окупятся ли эти инвестиции? Это только начало критики данного пассажа, да и аргументы по поводу общего размера ВВП никто не отметал.

Еще сложнее обстоит дело, когда речь идет о новых объектах, изменении парадигмы, построении «нового мира», там, где большой простор для воображения и мало конкретных фактов. Понятие «нового» может быть довольно широким, сказку для инвесторов можно сочинить на тему практически любой инновации. Например, в 1950-х годах, когда был изобретен автоматический укладчик шаров, развернулась активная спекуляция акциями боулинговых компаний. Считалось, что кегельбаны станут более уважаемыми заведениями и процветающий средний класс со всех ног ринется туда. Кегельбан рекламировался как «семейное развлечение» и «загородный клуб для народа». Акции компаний, так или иначе связанных с кегельбанами, превратились в фаворитов Уолл-стрит. В период между 1957 и 1958 годами курс акций компаний *AMF* и *Brunswick*, выпускавших оборудование для кегельбанов, вырос вдвое. Становились публичными более мелкие компании. Инвесторы охотно финансировали любые идеи, связанные с кегельбаном. Кегельбаны строились по всей Америке. К 1960 году было уже 12 тыс. заведений со 110 тыс. дорожек. В общей сложности инвесторы во время бума вложили в индустрию 2 млрд долларов — по тем временам огромную сумму. Аналитики утверждали, что вскоре каждый американец будет проводить в кегельбане по два часа в неделю и темпы роста отрасли возрастут. Но к 1963 году их акции упали на 80% по сравнению с пиковыми значениями, и прошло почти целое десятилетие, пока они смогли хотя бы частично вернуть утраченные позиции. С течением времени кегельбаны стали менее популярными и никогда впоследствии не пользовались такой любовью, как во времена Эйзенхауэра. Сегодня в стране вдвое меньше кегельбанов, чем было сорок лет назад, хотя американцев стало на сто миллионов больше⁴⁸.

Как видно, попытаться доказать, что возник новый мир, можно и практически на пустом месте. Что же говорить, например, об урановой мании 1953—1954 годов! В эти годы «ожидался рост спроса на уран, который служил бы топливом для производства электроэнергии, некоторые американ-

⁴⁷ Rowe D. Will Mr Greenspan Prevent the Recession? // The Wall Street Digest. 2001. January.

⁴⁸ Шуровески Дж. Указ. соч. с. 232—234.

цы отказались от своей карьеры, чтобы стать искателями урана»⁴⁹. Как пел Владимир Высоцкий: «я б в Москве с киркой уран нашел...» Еще круче будут такие сдвиги парадигмы, как «электрификация всей страны», рост спроса на бытовые электроприборы, распространение радио и телефона в 1920-е годы. Чем не новый мир: каналы и железные дороги, скотоводческие хозяйства Дикого Запада после изобретения судна-рефрижератора? Попытками создания нового мира являются и «Схема „Миссисипи“» во Франции, и организация «Компании Южных морей» в Великобритании в начале XVIII века. А байку об ограниченности ресурсов продали инвесторам несколько раз — например в 1820-е годы в Англии, когда рост цен на ресурсы обосновывался спросом со стороны вновь образовавшихся латиноамериканских стран, в 1920-е годы в США, когда казалось, что ресурсов для быстрорастущей экономики страны хватать не будет, и в 2007—2008 годы, когда прогноз цен на нефть в 200 долларов за баррель объясняли ростом спроса со стороны Китая.

Очень интересен тот факт, что если спросить мнение специалистов о значимости тех или иных технических инноваций XX века, то Интернет не попадет на первое место. «В конце 2000 года Национальная инженерная академия США провела опрос своих членов, в котором требовалось проранжировать самые значительные инженерные достижения XX века. В списке из 20 достижений Интернет занял 13-е место — после электричества, автомобилей, самолетов, телефонов и космических кораблей»⁵⁰. Алан Гринспен по поводу Интернета выразился так: «Революция в информационных технологиях происходила последние 40 лет. Она началась после Второй мировой войны с изобретения транзистора, который вызвал волну инноваций. Компьютер, спутники, микропроцессор, лазерные технологии и оптическое волокно в телекоммуникациях — все это помогло создать условия для кажущегося внезапным появления Интернета»⁵¹. Но как мы видели, для создания пузыря это не важно. Достаточно и такого «глобального» изобретения, как автоматизация кегельбана. Важно, что это технология, то есть та сфера, оценить перспективу в которой обывателю очень трудно. В результате «технология может стать мощным афродизиаком»⁵².

То, что спекулятивные мании случаются при зарождении новой отрасли или технологии, когда люди переоценивают потенциальные выгоды и на рынок приходит слишком много денег, подметил еще Йозеф Шумпетер.

Джон Гэлбрейт относит к идеям «нового мира» саму идею акционерного общества. Он напоминает, что в 1980-е годы за новый мир выдавали идеи свободного предпринимательства Рональда Рейгана, который обещал снизить бремя налогов, ослабить антитрестовское законодательство и уменьшить зарегулированность в целом. Кроме того, заново «открыли» долг, в данном случае волшебные свойства высокорисковых (или «мусорных») облигаций, которые использовались для захватов компаний рейдерами и специалистами по LBO⁵³. О долге как финансовой инновации говорили и в 1920-е годы, когда крупные акционеры компаний додумались до того, чтобы использовать долг для выкупа акций публичных компаний с рынка с целью консолидации контроля над ними⁵⁴.

⁴⁹ Lev E. Op. cit. P. 81.

⁵⁰ Fleckenstein W., Sheehan F. Op. cit. P. 81.

⁵¹ Greenspan A. The Age of Turbulence. London: Penguin Books, 2007. P. 168.

⁵² Fleckenstein W., Sheehan F. Op. cit. P. 95.

⁵³ Leveraged buy-out, или обратный выкуп, то есть выкуп акций публичной компании с рынка с целью превращения ее в закрытую. Выкуп финансируется за счет долга.

⁵⁴ Galbraith J. A Short History of Financial Euphoria. N. Y.: Whittle Books, 1993. P. 18, 21.

Аргументы относительно наступления «новой эры» приобретают убедительность и подогревают энтузиазм инвесторов по мере того, как на рынке растет доходность. Чем хороша идея нового мира помимо трудностей с отделением зерен от плевел? Коль скоро парадигма меняется, то есть игра начинается *заново*, инвестору кажется, что на этот раз он успел к раздаче слонов и настал его час озолотиться: «Сущностью спекуляции является утопическая острая тоска по свободе и равенству, которые перевешивают гнетущий рациональный материализм современной экономической системы с его неизбежным экономическим неравенством»⁵⁵. Как поется в «Интернационале»: «мы наш, мы новый мир построим, кто был ничем, тот станет всем».

Оригинальное объяснение тому, почему инвесторов тянет к образу нового мира, как мух на варенье, дал и Гэлбрейт, который пишет: «В спекулятивных эпизодах всегда есть элемент гордости за открытие того, что кажется новым и многообещающим в части финансовых инструментов или инвестиционных возможностей. Индивид или институт, который в это инвестирует, думает, что он сильно опережает толпу. Его проницательность подтверждается, как только другие бросаются эксплуатировать ту же идею в более поздней модификации. Это ощущение чего-то нового и исключительного вознаграждает его участников, и ожидается, что вознаградит и его бумажник тоже. Какое-то время так и происходит»⁵⁶.

О том, что пузырь может случиться там, где инвесторы принимают технологический прорыв за финансовый, предупреждал еще Кеннет Эрроу в своей знаменитой статье 1982 года «Представление о риске в психологии и экономике»⁵⁷. Идея о новом мире помогает рационализировать высокие цены на активы. Такая *рационализация* завышенных цен характерна для периода мании.

Наверное, новизна идеи/сложность оценивания объекта является основным условием надувания пузыря. Помимо этого существуют, как мы увидели, и другие факторы, которые служат предпосылками его зарождения⁵⁸. Какой же набор факторов должен сложиться «в одном месте в одно время», чтобы надулся финансовый пузырь? Итак, надуванию пузыря способствует следующее.

1. *Благоприятная экономическая ситуация* в стране, появление сбережений и желания инвестировать. То, что пузыри скорее возникают в эпоху процветания, заметил еще Шумпетер. Гэлбрейт же по этому поводу сказал так: «Спекуляция скорее всего разразится после длительного периода процветания, нежели на ранней стадии выхода из депрессии»⁵⁹. Благоприятную экономическую ситуацию можно наблюдать во всех макропузырях — от ранних до Японии, Катара и США в XX веке. По моему мнению, роль здесь играет и то, что процветание позволяет относительно легко заработать деньги, а экономические агенты легче рискуют шальными деньгами, чем заработанными потом и кровью. В переводе на формальный язык экономики это означает в том числе и применение инвесторами более низкой нормы дисконта для оценки тех или иных активов, что, естественно, ведет к повышению его расчетной цены.

⁵⁵ *Chancellor E.* Devil Take the Hindmost: a History of Financial Speculation. N. Y.: Plume, 1999. P. 29.

⁵⁶ *Galbraith J.* Op. cit. P. 18—19.

⁵⁷ *Arrow K.* Risk Perception in Psychology and Economics // *Economic Inquiry*. 1982. Vol. 20. No 1. P. 1—9.

⁵⁸ Правда, многие из них также способствуют и объективному росту цен на инвестиционные активы, и этот рост отнюдь не всегда достигает иррациональной стадии.

⁵⁹ *Galbraith J.* The Great Crash 1929. L.: Penguin Books, 1975. P. 188.

2. Радикальные экономические изменения в обществе, *массовый выход на финансовые рынки новых игроков без опыта* (переход к рыночной экономике в странах Восточной Европы, быстрое преодоление феодальной экономической отсталости Японией в 1960—1980-е годы). В новую игру играть труднее, и люди медленнее вычисляют равновесную цену активов.

3. *Возникновение новых средств коммуникации, упрощающих и/или удешевляющих торговлю акциями*, или возникновение новых инструментов (финансовых инноваций, технических изменений), повышающих ликвидность. В случае с «Компанией Южных морей» в 1720 году это упрощение перерегистрации акций, в 1920-е годы — появление возможности сделать заявку на покупку/продажу акций по телефону, в 1990-е — появление интернет-трейдинга. Кроме того, бум на фондовом рынке 1990-х годов совпал по времени со *взрывным развитием систем распространения финансовых новостей*, что для непрофессионального инвестора создает видимость удешевления получения необходимой информации.

4. *Отсутствие возможности коротких продаж* (никто не дает переоцененные активы взаймы). В некоторых секторах, таких, например, как недвижимость, короткие продажи в принципе не распространены в силу объективных причин — все дома разные, нет объективной рыночной цены.

5. *Институциональные ограничения* (возникновение объективной ситуации, когда инвестору выгоднее «делать как все», нежели придерживаться независимых стратегий).

6. *Рост денежной массы*, в том числе в виде специфических суррогатов, например векселей, производных инструментов, дешевизна денег, доступность кредита; возможность торговать с плечом, покупать инвестиционный актив с оплатой в рассрочку и небольшим авансовым платежом. Великая экономическая депрессия является исключением — монетарная политика тогда была жесткой.

7. *Государственная политика «поддержки» инвесторов в любой форме* — от придания «убедительности» пузырю через участие в схеме государства, как это было в случае «Системы „Миссисипи“» и «Компании Южных морей» или флоридского бума (где в роли государства выступали местные органы власти), до порождения у инвесторов веры в то, что «в случае чего» государство будет их спасать, и поощрения, таким образом, рискованного инвестирования. Это логика типа «нас много, и всем умереть не дадут»⁶⁰. Как писал еще итальянский социолог конца XIX века, специализировавшийся на психологии толпы, Спицион Сигеле, цитируя Тацита: «там, где виновных много, не должно наказывать никого»⁶¹. Обычно такая вера возникает не на пустом месте, а там, где государство своими прошлыми акциями давало инвесторам такую надежду. Хорошим примером являлась вера инвесторов в то, что Гринспен, проводя свою политику, не дал бы рынку сильно упасть. По ряду причин, обсуждение которых достойно отдельной статьи, финансовые власти не любят сдувать пузыри. Упомяну лишь одну из них: «Пузырь проткнуть легко. Но проткнуть его иголкой так, чтобы он сдулся медленно — дело очень тонкое»⁶². Побоялся это сделать и Гринспен... В своих мемуарах он цитирует Уильяма Макчесни, легендарного главу Федеральной резервной системы в 1950—1960-х годах, который

⁶⁰ Одна из причин, по которой власти США дали обанкротиться банку *Lehman Brothers*, состоит именно в том, что в противном случае другие инвестиционные банки могли бы начать вести более рискованную политику, в меньшей степени опасаясь банкротства.

⁶¹ Сигеле С. Преступная толпа. Опыт коллективной психологии. М: КСП, 1998.

⁶² Galbraith J. Op. cit. P. 52.

утверждал, что роль ФРС состоит в том, чтобы приказать «унести чашу с пуншем, когда вечеринка только начинается», но сам Гринспен «чашу с пуншем» не унес. Он недвусмысленно пишет о том, что проводимая им политика была единственно возможной в бытность президентом Джорджа Буша-младшего — на сдувание пузыря тот бы не пошел.

* * *

Надеюсь, что эта статья поможет читателю научиться распознавать финансовые пузыри. Как мы видели, сделать это не так-то просто, особенно загодя, находясь внутри пузыря. Но ведь дыма без огня не бывает. «Предательская сущность бума состоит в том, что чем дольше он длится, тем больше видоизменяется. В частности, никому не известно, когда бум закончится (так же как никто, даже в ретроспективе, не сможет точно сказать, когда он начался)»⁶³.

Мы говорили о том, как трудно идентифицировать наличие пузыря, находясь внутри него, — подобно тому как сложно было понять не из космоса, что Земля не плоская и не стоит на трех китах, а вращается вокруг Солнца. (Заметим мимоходом, что социальные последствия для тех, кто утверждал, что Земля круглая, и для тех, кто кричал, что на рынке интернет-акций — пузырь, были примерно одинаковы.) Но еще труднее понять, где и когда пузырь надуется в следующий раз.

Экономическая наука пока не может предложить инвестору механизм распознавания будущих пузырей (а если бы и смогла, то это было бы бесполезным открытием с практической точки зрения — инвестиционная идея, о которой осведомлен весь рынок, сверхдохода не приносит). Однако экономическая наука может предостеречь инвестора от втягивания в игру, когда бум в самом разгаре и когда падение не за горами. Показать, как идентифицировать такие ситуации, я и попыталась в данной статье.

⁶³ Шуровески Дж. Указ. соч. С. 241.