

УДК 336.01

ЧИРКОВА Е. В.
CHIRKOVA E. V.

ПРЕДПОСЫЛКИ ВОЗНИКОВЕНИЯ ФИНАНСОВОГО ПУЗЫРЯ

PRECONDITIONS OF THE FINANCIAL BUBBLE INFLATION

Аннотация: в данной статье автор анализирует характеристики экономических активов, которые являются наиболее подходящими для возникновения финансовых пузырей, и предпосылки их возникновения. Лучшими объектами для надувания пузыря являются инвестиционные активы с длинным сроком жизни, редкие и труднооцениваемые объекты. Возникновению пузырей способствуют благоприятная экономическая ситуация, появление новых средств коммуникации, социальные перемены, ведущие к массовому выходу на рынок новых инвесторов, мягкая денежная политика и слабое бюджетное ограничение у инвестора, государственная политика поддержки инвесторов, институциональное устройство финансовых рынков, способствующее стадному поведению.

Ключевые слова: финансовый пузырь; моментум-инвестирование; стадное поведение; информационный каскад; финансовая инновация.

Abstract: in this article the author analyses the characteristics of the economic assets the most suitable for financial bubbles appearance and the preconditions thereof. The best objects for bubble inflation are the investment assets with long life, rare and hard-to-value objects. The development of the bubbles is frequently based on the «new world» paradigm in its different varieties: the technological breakthrough, the development of geographical markets, the financial innovation, etc. The bubbles are promoted by favorable economic environment, new means of communication, social changes leading to the mass entry of new players in the financial markets, soft monetary policy, weak investor's budget constraint, and institutional architecture of financial markets favoring herd behavior.

Keywords: financial bubble; momentum strategies; herd behavior; informational cascade; financial innovation.

— Только сумасшедшие могут покупать акции по такой цене!

— Ну и не берите.

— Так сумасшедшие же все разберут!

(Актуальный анекдот)

Этот анекдот как нельзя лучше раскрывает механизм формирования финансовых пузырей. Пузырь — а это такое явление, когда рыночные цены активов зашкаливают по сравнению со справедливыми, — обычно возникает там и тогда, когда в спекуляцию вовлекаются иррациональные, непрофессиональные игроки. Они надеются не на то, что фундаментальная стоимость актива со временем вырастет в цене, а желают срубить прибыль на перепродаже своих вложений «следующему дураку».

Рациональные инвесторы при этом чувствуют себя как собаки — все понимают, а сказать не могут: у них нет денежных средств или финансовых инструментов, чтобы поставить на место иррациональных, и приходится играть в их игру¹. Игра на повышение будет еще какое-то время продолжаться, и есть шанс на этом заработать (они же умные, успеют вскочить в последний поезд со станции «Паника»). К тому же быть вне игры нельзя: если ты управляющий фондом и три года — а такое время пузырь мо-

¹ См.: DeLong B. Noise Trader Risk in Financial Markets / B. DeLong, A. Shleifer, L. Summers, R. Waldmann // Journal of Political Economy 98. 1990. ; Shleifer A. The Noise Trader Approach to Finance / A. Shleifer, L. Summers // Journal of Economic Perspectives. 1990. V. 2. No. 2.

жет надуваться запросто — ничего не делаешь, то тебя уволят. Если ты пошел против толпы и не угадал, то тебя тоже выставят вон. Если же ты действуешь как все и проигрываешь со всеми, то ничего страшного не произойдет. На Уолл-стрит даже бытует выражение: «Лучше со всеми потерять, чем одному найти».

Поскольку для возникновения среднего по размерам финансового пузыря не нужно никаких экстраординарных условий, они случаются весьма часто, но большинство из них — мани-мании, явления безобидные с точки зрения общества в целом и грозящие убытками только вовлеченным в конкретную спекуляцию. Мани-пузыри бывают самые неожиданные: это, например, бум создания пивных компаний в Британии в 1880 г., когда на рынок вышли 86 новых игроков, вызванный известием о том, что виноградники Франции поражены виноградной тлей и производство вина падает; бум на акции компаний-операторов кегельбанов и производителей оборудования для них в 1950-е годы в США, связанный с изобретением автоматического укладчика кеглей; пузырь на международном рынке молодых рысаков в середине 1980-х, обусловленный выходом на рынок покупателей из арабских стран, заработавших на нефтяном шоке; пузырь на рынке разведения страусов на мясо в Северной Америке в 1980–1990-е. Большинство — банальнее. В США, например, модными становились акции урановых рудников, технологических и биотехнологических компаний (неоднократно), «энергетических любимцев», производителей изделий из резины, магазинов-дискаунтеров, фирм, ведущих торговлю по каталогу, аэрокосмических компаний, производителей сборных домов, компаний, предоставляющих игровые услуги (gaming), фармацевтических фирм, ссудно-сберегательных учреждений...

Макро-маний, характеризующихся масштабными экономическими последствиями, известно не так много, и их можно, пожалуй, перечислить поименно. В XX веке — всего три: пузырь 1929 г. в США (Великая экономическая депрессия отчасти была вызвана его схлопы-

ванием); пузырь в Японии в конце 1980-х, охвативший рынки акций и недвижимости,тик так называемого «японского экономического чуда»; бум доткомов в США в конце 1990-х. (Возможно, к макропузырям можно отнести и ситуацию на фондовом рынке Кувейта начала 1980-х, но насколько масштабными были экономические последствия его схлопывания в 1983 г., еще предстоит оценить.) Из более ранних пузырей можно выделить спекуляции акциями железных дорог в середине XIX в. в Великобритании, бум на рынке акций «Компании Южных морей» в 1720-м в Англии², и «Систему «Миссисипи»» Джона Лоу во Франции в то же время.

Что же порождает пузыри? Анализ внешних и внутренних факторов, которые потенциально могут обуславливать надувание пузырей, показывает, что все они воздействуют на изменения либо числителя, либо знаменателя в классической формуле оценки финансовых активов методом дисконтирования ожидаемых денежных потоков. В ней в числителе стоят денежные потоки, которые актив предположительно будет генерировать в будущем, а знаменатель отражает требуемую доходность инвесторов при вложениях в данный актив, которая в свою очередь положительно зависит от оценки инвесторами риска этих вложений. Итак, факторы, способствующие надуванию пузыря, влияют либо на ожидаемую прибыль (дивиденды, денежный поток), приносимую активом, в сторону повышения, либо на отношение инвесторов к риску и требуемой доходности в сторону понижения.

Чтобы цены на какой-либо актив стали «пузыристыми», сделки по его купле-продаже должны иметь инвестиционный характер, а это означает, что и сам актив должен быть инвестиционным, а срок его жизни — длинным, в идеале — бесконечным³. Пузыри не надуваются на рынке потребительских товаров, т. е. таких, которые покупаются для конечного потребления и которые обычно не перепродают. Нобелевский лауреат по экономике Верон Смит, один из пионеров экспериментальной экономики, в своих многочисленных экспери-

² Насчет масштабности последствий падения курса акций «Компании Южных морей» у современных ученых также есть сомнения: некоторые считают, что оно затронуло только рынок дорогой недвижимости и предметов роскоши.

³ Tirole J. On the Possibility of Speculation under Rational Expectations // Econometrica. September 1982. Vol. 50. No. 5.

ментах, моделирующих рынки, показал, что существуют значительные расхождения между поведением участников потребительского рынка и рынка ценных бумаг. Когда в экспериментах покупались и продавались «телефизоры», его участники приходили к верному решению очень быстро, когда они покупали и продавали «акции», зачастую в ходе экспериментальных торгов надувались пузыри⁴. Ведь возможность сбыть актив в другие руки в будущем — ключевое условие надувания пузыря. К подобным объектам относятся акции, предметы искусства, антиквариат, земля и — с небольшой на-тяжкой — недвижимость в виде зданий, а не относятся, например, облигации с фиксированным сроком погашения.

Чем длиннее срок жизни инвестиционного объекта, тем сложнее его оценить, а трудности с оценкой создают почти идеальную почву для возникновения пузыря⁵. Они означают отсутствие у экономических агентов необходимой для оценки информации (или неумение ее обработать) и создают предпосылки для развития так называемого информационного каскада — такого поведения экономических агентов, когда им представляется выгодным (с точки зрения затрат на принятие решения) копировать наблюдаемое поведение тех, кто действовал до них, а не заниматься самостоятельными изысканиями⁶. В результате возникает стадное поведение. Как выразился Марк Твен, единение умов может создать «Позолоченный век» из самого заурядного материала. «Стадо» (это экономический термин, по-английски — «herd») может пойти и в неправильном направлении — такой каскад называется негативным. Информационный каскад — одно из наиболее логичных объяснений возникновения пузырей. Кроме того, объективные сложности с оценкой объекта ведут к широкому разбросу возможных

оценок относительно его справедливой стоимости, в такой ситуации цены на активы могут формироваться мнением оптимистичных инвесторов относительно его стоимости, т. е. быть очень сильно завышенными⁷.

Некоторые теоретики и исследователи пузырей труднооцениваемыми называют любые активы, в спросе на которые есть инвестиционная составляющая, например золото. Выдающийся экономист Джон Гелбрейт считал, что для непрофессионального инвестора таким объектом является и любая акция⁸. Известный американский журналист, пишущий под псевдонимом Адам Смит, указал на еще одну причину, по которой обыкновенные акции — хороший объект для надувания пузыря. Ведь они гораздо пригоднее для того, чтобы воображение инвесторов разыгралось, нежели финансовые инструменты попроще, как облигации: «в них недостаточно романтики для того, чтобы они стали частью игры. Они просто скучны. Трудно прийти в эмоциональное возбуждение, читая таблицу котировок облигаций...»⁹. Подобные идеи высказывают и видный ученый-финансист Роберт Шиллер, по мнению которого акции идеально пригодны для возбуждения интереса инвесторов — через «живенькие истории» о будущем компаний (к этому мы еще вернемся)¹⁰, и замечательный американский финансовый журналист Роджер Ловенштейн, который подчеркивает при этом и важность бесконечного срока жизни акции: «Акции — это нечто нематериальное, в них нельзя жить, их нельзя осаждать, их цена зависит от будущего компании... 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. Кроме того, в случае спекуляции реальными активами — медью, зерном — кто-то в конце покупает зерно, печет хлеб и т. п. А в слу-

⁴ Porter D. Stock Market Bubbles in the Laboratory / D. Porter, V. Smith // Journal of Behavioral Economics. 2003. Vol. 4. No. 1.

⁵ Blanchard O. Bubbles. Rational Expectations and Financial Markets / O. Blanchard, M. Watson // P. Wachtel. Crises in the Economics and Financial Structure. Lexington: Lexington Books, 1982.

⁶ См. Banerjee A. A Simple Model of Herd Behavior // Quarterly Journal of Economics. August, 1992. Vol. 107. No. 3.; Bikhchandani S. A Theory of Fads, Fashion, Customs and Cultural Change as Informational Cascades / S. Bikhchandani, D. Hirshleifer, I. Welch // Journal of Political Economy. October 1992. Vol. 100. No. 5.; Bikhchandani S. Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades / S. Bikhchandani, D. Hirshleifer, I. Welch // Journal of Economic Perspectives. Summer 1998. Vol. 12. No. 3.

⁷ Miller E. Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion // Journal of Finance. September 1977. Vol. XXXII. No. 4.

⁸ Galbraith K. A Short History of Financial Euphoria. N.-Y.: Whittle Books, 1993. P.18.

⁹ Смит А. Игра на деньги. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. С. 18.

¹⁰ Shiller R. Irrational Exuberance. N.-Y.: Brodway Books, 2005. p.150

чае акций «день после» может быть отсрочен на неопределенное время»¹¹.

Благодатную почву для возникновения пузыря представляют собой и уникальные активы с ограниченным предложением: обладающие такими свойствами, как редкость, отсутствие близких субститутов, «физическая» ограниченность предложения или, что еще лучше, принципиальная невоспроизводимость. Уникальными объектами с ограниченным предложением могут считаться, например, эксклюзивный отель в центре Лондона со столетней историей, частный остров вблизи берегов Италии, редкий черный бриллиант с хорошим провенансом, картина Рафаэля, походная кровать Наполеона, свадебное платье леди Ди. Если при росте спроса предложение товара может быть увеличено легко, то повода для роста цен не возникает. Когда прямых аналогов, заменителей у объекта нет, сравнивать его цену не с чем, она может скакнуть куда угодно, и о том, что она была чересчур завышенной, счастливые обладатели предмета роскоши, например, купленного на престижном аукционе, зачастую узнают, лишь когда сталкиваются с невозможностью вернуть свои деньги при продаже. Именно редкость и отсутствие близких субститутов способствовали возникновению пузырей на рынке картин импрессионистов и породистых рысаков в середине 1980-х.

Если объект трудно оценить, то это дает почву для того, чтобы появилась та самая правдоподобная история, объясняющая, почему его стоимость должна быть высока. Например, в 1990-е гг. выдвигалась гипотеза, что капитализация высокотехнологичной компании Cisco может достигнуть триллиона долларов. Она обосновывалась примерно так: «Почему умные инвесторы должны хотеть владеть акциями General Motors, Ford или Daimler Chrysler, если большинство людей уже имеют пару, а то и три машины в своем гараже? ...сегодня только 300 млн человек, или 5% населения Земли, могут подключиться к Интернету без того, чтобы обрушить систему. В один прекрасный день 40% населения Земли, или 2,4 млрд человек, смогут

пользоваться Интернетом без обрушения системы. Неудивительно, что оценка интернет- и технологических акций так высока»¹². Логика, кажущаяся правильной на первый взгляд, не выдерживает серьезной критики. Почему статистика по машинам американская, а по Интернету — глобальная? Корректно ли сравнение уровней насыщения? Захотят ли неимущие в странах третьего мира платить за подключение к Интернету? Есть ли там инфраструктура, чтобы его организовать? Окупятся ли инвестиции в нее? Плюс к этому, в 1999 г. весь мировой ВВП составлял 30 трлн, и одна компания, даже крупная, не может стоить как 3% от него. Однако чтобы заметить все эти нестыковки, нужно быть подкованным инвестором, а непрофессионала «growth story» Cisco могла и убедить.

Еще сложнее обстоит дело с оценкой стоимости и инвестиционной привлекательности, когда речь идет о новых объектах, изменении парадигмы, построении «нового мира» — там, где есть простор для воображения инвестора и мало конкретных фактов. Идея «нового мира» может быть связана:

- с технологическим прорывом и зарождением новой отрасли;
- с освоением новых географических территорий/рынков;
- с финансовыми инновациями;
- с предположением об ограниченности ресурсов;
- с реальным или кажущимся изменением политических и макроэкономических условий в стране.

Понятие «нового» может быть довольно широким, сказку для инвесторов можно сочинить на тему практически любой инновации, и хороший пример этого — вышеупомянутая спекуляция акциями боулинговых компаний в 1950-х. Инвесторам рассказывали, что автоматический укладчик кеглей совершил революцию в индустрии кегельбанов: расстановщиками кеглей раньше были мальчишки, отношения между ними и посетителями — натянутыми, количество работающих дорожек — ограничено, а автомат-расстановщик сделал кегельбаны

¹¹ Lowenstein R. Origins of the Crash. N.-Y.: The Penguin Press, 2004. P. 222

¹² Rowe D. Will Mr. Greenspan Prevent the Recession? // The Wall Street Digest. January 2001. [Электронный ресурс]. URL:

более эффективными, что подтолкнуло спрос на их услуги. Кегельбаны всегда считались злачными заведениями, а теперь их начали рекламировать как загородные клубы для народа, и боулинг стал семейным развлечением. Аналитики писали, что кегельбаны «превратились из занюханных дыр в волшебные дворцы» и утверждали, что «вскоре каждый американец будет проводить там по два часа в неделю... Только посчитайте — 180 млн человек умножить на два часа в неделю, 52 недели в году. Это очень большой боулинг». Это и породило бум. Однако с течением времени катание шаров утратило популярность, и сегодня в США специализирующихся на этом заведений примерно вдвое меньше, чем в начале 1960-х, хотя американцев стало на сто миллионов больше¹³.

Если инвесторы легко повелись на разговоры «о большом боулинге», то не вызывает удивления, например, и урановая мания 1953–1954 гг., когда ожидался рост спроса на уран в качестве топлива для производства электроэнергии, и некоторые американцы отказались от своей карьеры, чтобы стать искателями урана. Почти как у Высоцкого: «Я б в Москве с киркой уран нашел...». Еще более «сильными» кажутся такие «сдвиги парадигмы», имевшие место в 1920-е годы, как «электрификация всей страны», рост спроса на бытовые электроприборы, распространение радио и телефона. Подходят для создания образа нового мира строительство каналов и прокладка железных дорог, возникновение крупных скотоводческих хозяйств на Диком Западе США после изобретения судна-рефрижератора, которое сделало возможным экспорт американского мяса в Европу. Бумы на фондовом рынке США были порождены и такими технологическими инновациями, как автомобили, микроэлектроника, персональные компьютеры и Интернет. Примечательно, что согласно опросу членов Национальной инженерной академии США 2000 г., Интернет, породивший самый большой фондовый бум, не является главным технологическим достижением XX в. В списке из 20 инноваций он занял

лишь 13-е место — после электричества, автомобилей, самолетов, телефонов и космических кораблей¹⁴. Однако для возникновения пузыря это не столь важно, ведь достаточно и такого «глобального» изобретения, как автоматизация кегельбана. Важно, что это новая технология, т. е. та сфера, в которой обывателю перспективу очень трудно оценить. В результате технология может стать мощным афродизиаком.

Нассим Талеб, автор знаменитого «Черного лебедя», объясняет, почему на технологических прорывах спекулянтам заработать практически невозможно: «Аргумент в пользу “новых вещей” и даже более “новых новых вещей” звучит следующим образом: посмотрите на драматические изменения, которые были привнесены новыми технологиями, такими как автомобили, самолеты, телефон, персональный компьютер. Обывательские выводы (выводы, очищенные от вероятностного мышления) привели бы к тому, что человек поверил бы, что все новые технологии и нововведения революционизируют нашу жизнь. Но ответ не так очевиден: здесь мы видим и учтываем только победителей... Проигравшие? В субботней газете перечислены десятки новых патентов, которые могут революционизировать нашу жизнь. Люди склонны заключать, что, поскольку некоторые изобретения их революционизировали, инновации в принципе стоит поддерживать, и мы должны предпочесть новое старому. У меня противоположная точка зрения: стоимость альтернативы того, чтобы пропустить «новую новую вещь», такую как самолет или автомобиль, — это ничто по сравнению с токсичностью того мусора, через который нужно пробраться, чтобы достать драгоценности (предполагая, что они привнесли улучшения в нашу жизнь, в чем я сомневаюсь)»¹⁵.

Еще один образ нового мира связан с экономическим освоением обширных новых территорий. Этим занимались и английская «Компания Южных морей» в начале XVIII в., и французская Compagnie des Indes — экономическое ядро «Системы “Миссисипи”» Джона

¹³ Шуровьески Д. Мудрость толпы. Почему вместе мы умнее, чем поодиночке, и как коллективный разум формирует бизнес, экономику, общество и государство. Киев: Вильямс, 2007. С. 232–234

¹⁴ Fleckenstein W. Greenspan's Bubbles: The Age of Ignorance at the Federal Reserve / W. Fleckenstein, F. Sheehan. N.-Y.: McGraw-Hill, 2008. P. 81

¹⁵ Талеб Н. Н. Одурченные случайностью: Скрытая роль шанса на рынках и в жизни. М. : Интернет-трейдинг, 2002. С. 32

Лоу. Первая получила исключительное право на торговлю с испанскими колониями в Латинской Америке, вторая монополизировала торговлю Франции с Северной Америкой, Африкой и Востоком. С выходом на мировую экономическую арену получивших независимость от Испании латиноамериканских государств связан бум на их бумаги на финансовых рынках Англии в 1830-е годы.

Пузырь может надуться и вследствие финансовых инноваций. Попытками создания «нового мира» являются и организация «Компании Южных морей», и «Система “Миссисипи”» — обе были придумками мощных новых финансовых решений. Первая предлагала держателям английского госдолга обменять его на акции компании, при этом прорывность идеи состояла в облегчении до крайности затрудненных процедур перерегистрации бумаг и получения дивидендов по ним, введении мелкого номинала, серьезном повышении ликвидности. Во втором случае речь шла о введении в обращение бумажных денег и существенных позитивных изменениях в запутанной налоговой системе Франции. Из современных инноваций можно отметить так называемые «мусорные», т. е. с рейтингом ниже инвестиционного, облигации. По мнению Гелбрейта, в 1980-е годы, благодаря открытию их «волшебных» свойств, заново «открыли» и долг: «мусорные» облигации стали активно использоваться для захватов компаний рейдерами и специалистами по выкупу компаний в кредит, что привело к пузырю на рынке долговых бумаг с рейтингом ниже инвестиционного и последующему его коллапсу. О долге как финансовой инновации говорили и в 1920-е годы, когда крупные акционеры публичных компаний додумались до использования долга для выкупа их акций с рынка с целью консолидации контроля.

Неоднократно «продавали» инвесторам и историю об ограниченности ресурсов — это еще одна разновидность идеи о «новом мире»: например, в 1820-е годы в Англии, когда рост цен на ресурсы обосновывался спросом со стороны вновь образовавшихся латиноамерикан-

ских стран; в 1920-е годы в США. В 2008 году прогноз того, что цена на нефть достигнет 200 долл. за баррель, объясняли резким ростом спроса со стороны бурно развивающегося Китая.

Идея нового мира может отталкиваться и от «радикальных» социально-экономических изменений, кажущейся смены экономической парадигмы. Например, в США в 1920-е инвесторам преподносили такой «набор» социально-экономических факторов: внедрение «инженерного менеджмента» (системы Тейлора); высокие инвестиции корпораций в НИОКР; переход от конфронтации к взаимодействию между менеджерами и рабочими; и даже введение «сухого закона»: считалось, что трезвые рабочие будут лучше работать¹⁶. В начале 1970-х, на пике моды на так называемые «растущие акции», приводились такие аргументы в пользу дальнейшего роста фондового рынка: «лидеры политических партий США находятся под влиянием закона о занятости 1946 г., который предписывает всячески поощрять свободную конкуренцию и полную занятость; за последние 10 лет лидеры обеих партий показали свою готовность стимулировать экономический рост; он поддерживается не только правительством, но и усилиями индивидуальных компаний; пенсионные фонды будут продолжать вкладывать в рынок значительные средства; экономическая и политическая система США доказала свою устойчивость даже во времена войны во Вьетнаме, которая заканчивается»¹⁷. В 1980-е за новый мир выдавали идеи свободного предпринимательства Рональда Рейгана, который обещал снизить тяжелое бремя налогов, ослабить антитрестовское регулирование и уменьшить зарегулированность экономики в целом. А вот характерный пример «обоснования» высоких цен на акции в период бума доткомов во второй половине 1990-х: «Вымирает поколение 1929 года... американские инвесторы становятся долгосрочными (т. е. будут только покупать, а не продавать акции. — Е. Ч.), американский бизнес реструктурировался, лучше управляем и лучше приспособлен к трудным временам...

¹⁶ Fisher I. The Stock Market Crash and After. N.-Y.: The Macmillan Company, 1930. 286 p.

¹⁷ Knowlton W. Shaking the Money Tree. How to Find New Growth Opportunities in Common Stocks / W. Knowlton, J. Furth. N.-Y.: Harper & Row Publishers, 1972. P. 18–20.

Белый дом и Конгресс одобрили мягкую фискальную политику... монетарное управление улучшилось... капитализм приживается за рубежом... мир стал более безопасным... люди стали жить богаче... фундаментальные факторы стали менее волатильными¹⁸. Отсюда вывод, что акции должны резко и навсегда подорожать. Однако все эти изменения недостаточны для смены экономической парадигмы!

Чем хороша идея нового мира? Раз парадигма меняется, т. е. игра начинается заново, инвестору кажется, что на этот раз он успел к «раздаче слонов» и настал его час озолотиться. Полностью разделяю мнение одного британского финансового журналиста о том, что «сущностью спекуляции является утопическая острая тоска по свободе и равенству, которая перевешивает гнетущий рациональный материализм современной экономической системы с его неизбежным экономическим неравенством». Гелбрейт предложил такое бихевиористское объяснение роли идеи нового мира в провоцировании пузыря: «В спекулятивных эпизодах всегда есть элемент гордости за открытие того, что кажется новым и очень обещающим 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 этого участников, и ожидается, что вознаградит и его бумажник тоже. Какое-то время так и происходит»¹⁹.

Новизна идеи и сложность оценивания объекта являются основными условиями надувания финансового пузыря, но этому могут способствовать и внешние по отношению к самому активу обстоятельства.

Прежде всего, это благоприятная экономическая ситуация в стране, появление у людей сбережений и желания инвестировать. То, что

пузыри скорее возникают в эпоху процветания, заметил еще Йозеф Шумпетер²⁰. Здесь, по всей видимости, играет роль то, что в эпоху процветания легче разжиться капиталами, плюс люди свободнее 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 финансовых активов, что ведет к повышению его оценки.

Свою роль могут сыграть и радикальные экономические изменения в обществе, которые ведут к массовому выходу на финансовые рынки новых игроков без опыта (переход к рыночной экономике в странах Восточной Европы и Китая, резкий экономический подъем в Японии в 1960–1980-е годы., возникновение экономики, базирующейся на нефтяных долларах в Кувейте в 1980-е). Массовое вовлечение в спекуляцию непрофессионалов способствует надуванию пузыря не только потому, что это количественный рост игроков, сделок, инвестируемых средств. Для спекулянтов-новичков финансовые рынки — это новая игра, в нее труднее играть, чем в уже опробованную, и участники медленнее вычисляют равновесную цену активов, зачастую методом проб и ошибок.

Финансовые пузыри подогревают и возникновение новых средств коммуникации, упрощающих и/или удешевляющих торговлю акциями, и появление новых инструментов (финансовых инноваций, технических изменений), повышающих ликвидность ценных бумаг. В случае с «Компанией Южных морей» это упрощение перерегистрации акций, в 1920-е годы. — появление возможности сделать заявку на покупку/продажу акций по телефону, в 1990-е — появление интернет-трейдинга и взрывное развитие систем распространения финансовых новостей, которое создало видимость удешевления получения информации у непрофессионального инвестора.

Хорошим катализатором финансового бума является и рост денежной массы, в том числе в

¹⁸ Glassman J. Dow 36,000. The New Strategy for Profiting From the Coming Rise In The Stock Market / J. Glassman, K. Hassett. N.-Y.: Random House, 1999. P. 102-105.

¹⁹ Galbraith K. A Short History of Financial Euphoria. N.-Y.: Whittle Books, 1993. P. 18-19

²⁰ Schumpeter J. The Explanation of the Business Cycle // Economica. 1927. No. 27. December.

виде специфических суррогатов, например векселей и производных инструментов; дешевизна денег; доступность кредита; возможность торговать с плечом, покупать инвестиционный актив в рассрочку с небольшим авансовым платежом. Предоставление финансового плеча и рассрочки уменьшают бюджетное ограничение спекулянтов и в этом смысле схожи с доступностью и дешевизной кредита. Финансовые пузыри надувались именно там, где инвесторы не были ограничены при покупках «деньгами в карманах». Так, в 1636 г. в Голландии на пике тюльпаномании сделки с луковицами были фьючерсными, а предоплата не требовалась вовсе. Последние денежные подписки акций «Компании Южных морей» и трех последних подписок Companie des Indes («Система “Миссисипи”») можно было покупать в рассрочку, требуемая предоплата не превышала 10–20%, а под залог не полностью оплаченных бумаг предоставлялись кредиты. Джон Лоу, автор французской схемы, будучи контролером финансов Франции, еще и приурочивал эмиссии банкнот к выпускакм акций.

Способствует агрессивности инвесторов и государственная политика их «поддержки». Она может принимать форму придания «убедительности» пузырю через прямое или косвенное участие в схеме государства, как это было и в случае «Компании Южных морей», председателем Совета директоров которой был принц Уэльский, и Companie des Indes, основной акционер которой Джон Лоу занимал пост, эквивалентный должности премьер-министра в сегодняшней иерархии. Другой важной разновидностью господдержки инвесторов является порождение у них веры в то, что «в случае чего» их будут централизованно спасать. Это логика из разряда «нас много, и всем умереть не дадут»; как писал еще Сципион Сигеле в «Психологии масс», цитируя Тацита: «там, где виновных много, не должно наказывать никого»²¹. Господдержка инвесторов поощряет рисковое инвестирование. Обычно вера в то, что помочь от государства придет, возникает не на пустом месте, а там, где оно своими прошлы-

ми акциями давало инвесторам такую надежду. Хорошим примером является убеждение многих инвесторов во время бума доткомов в то, что Гринспен не даст рынку сильно упасть. Другой случай поддержки, уже реальной, — спасение финансовых институтов, таких как страховая компания AIG или ведущие инвестиционные банки, в США, мотивированное либо социальной значимостью данных институтов, либо необходимостью купирования последствий их возможного коллапса, который в силу масштаба может привести к краху всей финансовой системы. Одна из причин, по которой власти США во время последнего кризиса дали обанкротиться банку Lehman Brothers, стоит именно в том, что, если спасать всех, то другие инвестиционные банки могли бы начать вести более рискованную политику, в меньшей степени опасаясь банкротства.

Ряд факторов, создающих предпосылки для экономических пузырей, связан со структурой финансовых рынков и их институциональными ограничениями. Например, отсутствие возможности коротких продаж, т. е. продаж бумаг, взятых в долг, которые нужно будет потом откупить и вернуть первоначальному владельцу, связанное в частности с тем, что в период бума все побаиваются давать переоцененные активы взаймы, с отсутствием централизованного рынка активов, которые можно занять, и вытекающими отсюда трудностями поиска таких активов²². В некоторых секторах, таких как, например, недвижимость, короткие продажи в принципе не распространены в силу объективных причин: все дома разные, и невозможно вернуть заимодавцу точно такой же дом, если взятый взаймы был продан на сторону.

Институциональное устройство финансовых рынков способствует возникновению объективной ситуации, когда инвестору выгоднее «делать как все», нежели придерживаться независимых стратегий. Например, выдающийся управляющий активами Питер Линч писал о том, что если он вложится в акции IBM и они упадут, то скажут, что IBM разочаровала рынок, а если с тем же результатом он инвестирует

²¹ Сигеле С. Преступная толпа. Опыт коллективной психологии. М. Академический проспект, 2011. С. 21

²² Shleifer A. Limits of Arbitrage / A. Shleifer, R. Vishny // Journal of Finance. March, 1997. Vol. 52. No. 1.

в акции малоизвестной компании Seven Oaks, то в потере денег будет виноват уже сам. Получается, что лучше не рисковать, а пытаться угадать, куда двинется стадо, чтобы заработать на новом пузыре»²³.

Подведем итог. Объектом финансового пузыря обычно бывают инвестиционные активы с длинным сроком жизни. Такие их качества как редкость (невоспроизводимость) и трудность в оценке, которая с редкостью может быть связана, способствуют процессу. Зачастую пузыри порождаются идеей «нового мира» в многочисленных ее разновидностях: технологический прорыв, освоение новых географических рын-

ков, финансовая инновация и др. Возникновению пузырей способствуют благоприятная экономическая ситуация, появление новых средств коммуникации, социальные перемены, ведущие к массовому выходу на рынок новых инвесторов, мягкая денежная политика и слабое бюджетное ограничение у инвестора, государственная политика поддержки инвесторов, институциональное устройство финансовых рынков, способствующее стадному поведению. Сочетание всех этих факторов «в одно время в одном месте» — самая благоприятная среда для надувания финансового пузыря.

ЛИТЕРАТУРА

1. Смит, А. Игра на деньги / А. Смит. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 323 с.
2. Линч, П. Переиграть Уолл-стрит / П. Линч. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 127 с.
3. Сигеле, С. Преступная толпа. Опыт коллективной психологии / С. Сигеле. – М : КСП, 1998. – 272 с.
4. Талеб, Н. Н. Черный лебедь / Н. Н. Талеб. – М. : Колибри, 2009. – 248 с.
5. Шуровьески, Д. Мудрость толпы. Почему вместе мы умнее, чем поодиночке, и как коллективный разум формирует бизнес, экономику, общество и государство / Д. Шуровьески. – Киев : Вильямс, 2007. – 304 с.
6. Banerjee, A. A Simple Model of Herd Behavior / A. Banerjee // Quarterly Journal of Economics. August, 1992.–Vol.–107.–No. 3.–P. 797.–817
7. Bikhchandani, S. A Theory of Fads, Fashion, Customs and Cultural Change as Informational Cascades / S. Bikhchandani, D. Hirshleifer, I. Welch // Journal of Political Economy. – October 1992. Vol. 100.–No. 5.–P. 992–1026
8. Bikhchandani, S. Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades / S. Bikhchandani, D. Hirshleifer, I. Welch // Journal of Economic Perspectives.–Summer 1998. – Vol. 12.–No. 3.–P. 151–170
9. Blanchard, O. Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets / O. Blanchard, M. Watson // P. Wachtel. Crises in the Economics and Financial Structure. – Lexington : Lexington Books, 1982. – P. 295 – 316
10. DeLong, B. Noise Trader Risk in Financial Markets / B. DeLong, A. Shleifer, L. Summers, R. Waldmann // Journal of Political Economy 98.–1990. P. 703–738.
11. Fisher, I. The Stock Market Crash and After / I. Fisher. – N.-Y. : The Macmillan Company, 1930. – 286 p.
12. Fleckenstein, W. Greenspan's Bubbles: The Age of Ignorance at the Federal Reserve / W. Fleckenstein, F. Sheehan. – N.-Y. : McGraw–Hill, 2008. – 208 p.
13. Galbraith, K. A Short History of Financial Euphoria / K. Galbraith. – N.-Y. : Whittle Books, 1993. – 128 p.
14. Glassman, J. Dow 36,000. The New Strategy for Profiting From the Coming Rise In The Stock Market / J. Glassman, K. Hassett. – N.-Y. : Random House, 1999. – 294 p.
15. Knowlton, W. Shaking the Money Tree. How to Find New Growth Opportunities in Common Stocks / W. Knowlton, J. Furth. – N.-Y. : Harper & Row Publishers, 1972. – 190 p.
16. Lowenstein, R. Origins of the Crash / R. Lowenstein. – N.-Y. : The Penguin Press, 2004. – 288 p.
17. Miller, E. Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion / E. Miller // Journal of Finance. – September 1977. – Vol. XXXII. No. – 4. – P. 1151–1168
18. Porter, D. Stock Market Bubbles in the Laboratory / D. Porter, V. Smith // Journal of Behavioral

²³ Линч П. Переиграть Уолл-стрит. М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. С. 110