Terry Burnham

Mean Markets and Lizard Brains

How to Profit from the New Science of Irrationality

John Wiley & Sons, Inc.

Терри Бернхем

ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

КАК ЗАРАБОТАТЬ ДЕНЬГИ, ИСПОЛЬЗУЯ ЗНАНИЯ О ПРИЧИНАХ МАНИЙ, ПАНИКИ И КРАХОВ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

МОСКВА Эксмо 2008

УДК 336.7:159.9
ББК 65.262:88.4
Б 51

Перевод с английского *А. Ю. Заякина*

Бернхем Т.

Б 51 Подлые рынки и мозг ящера : как заработать деньги, используя знания о причинах маний, паники и крахов на финансовых рынках / Т. Бернхем ; [пер. с англ. А. Ю. Заякина]. — М. : Эксмо, 2008. — 400 с. — (Личные финансы).

ISBN 978-5-699-24328-0 (Эксмо)
ISBN 0-471-60245-0 (англ.)

Книга способна перевернуть представление об экономике в целом и финансовом мире в частности как самых обычных людей, далеких от названных сфер, так и профессионалов. В ней раскрываются биологические причины иррационального поведения человека и объясняется их влияние на инвестиционные предпочтения. Автор дает конкретные практические советы о том, чем нужно руководствоваться при приобретении акций, облигаций, валюты, золота, недвижимости, получении кредитов и депозитов. Рекомендации помогут вам разбогатеть или по меньшей мере добиться материального благополучия.

Книга будет интересна всем, кто интересуется проблемами биржевой игры, и тем, кто хочет разобраться в особенностях человеческого поведения на фондовых и финансовых рынках, увидев их в необычном ракурсе.

УДК 336.7:159.9
ББК 65.262:88.4

Никакая часть настоящего издания ни в каких целях не может быть воспроизведена в какой-либо форме и какими бы то ни было средствами, будь то электронные или механические, включая фотокопирование и запись на магнитный носитель, без письменного разрешения ООО «Издательство «Эксмо».

ISBN 978-5-699-24328-0
ISBN 0-471-60245-0

© Terry Burnham, 2005
All rights reserved.
This translation published under license.
© А. Заякин, перевод, 2007
© ООО «Издательство «Эксмо», 2008

Содержание

Предисловие 7
От автора 11
Глава 1. Введение
Подлые рынки и мозг ящера 13

Часть I
Новая наука иррациональности 23
Глава 2. Безумные люди
Мозг ящера и новая наука иррациональности 25
Глава 3. Безумный мир
Подлые рынки и новая наука иррациональности 59

Часть II
Древнее искусство макроэкономики 95
Глава 4. Краткий обзор экономики США
Америка — талантливый должник 97
Глава 5. Инфляция
Цены растут, доллар усыхает 123
Глава 6. Дефицит и доллары
Дядюшка Сэм — международный попрошайка 161

Часть III
Как применить науку и искусство к облигациям, акциям и недвижимости 187
Глава 7. Облигации
Неужели они только для слабаков? 191

Глава 8. Акции
Для длительной игры или для неудачников? 217
Глава 9. Недвижимое имущество
Живите в собственном доме; делайте деньги на работе ..261

Часть IV
Как заработать благодаря новой науке иррациональности 307
Глава 10. Совет на все времена
Как обуздать мозг ящера 309
Глава 11. Своевременный совет
Инвестирование на самом подлом из рынков 355

Предметный указатель 386

Предисловие

В книге «Подлые рынки и мозг ящера» предлагается применить новую науку иррациональности к личным инвестициям. Общепринятые финансовые рекомендации основаны на предположении, что рациональны как рынки, так и инвесторы. Однако новые исследования показывают: поведение инвесторов и реальных рынков зачастую характеризуется как безрассудное. Эти исследования дают повод для поиска новых способов и направлений инвестирования.

В этой книге объединились два моих увлечения: финансовые рынки и научные исследования человеческой природы. Свой первый опыт финансовых спекуляций я получил на заре 1980-х годов. Вследствие судебных разбирательств, касающихся использования опасного для здоровья человека асбеста, курс акций *Johns Manville Corporation* упал почти до нуля. Я счел такую цену иррационально низкой, поэтому купил некоторое количество этих акций. На следующий день после покупки их курс вырос на 20%. Я продал акции, получив от сделки прибыль, равную моему обычному доходу за несколько недель работы.

Этот опыт имел для меня два последствия. Во-первых, я почувствовал вкус к операциям на финансовых рынках. С тех пор

я активно инвестирую на протяжении вот уже более 20 лет, включив в свой арсенал инструментов опционы, облигации, золото, валюту и т. д. Во-вторых, меня озадачил тот факт, что рынок практически бесплатно предлагает чрезвычайно выгодные возможности, какой оказались акции *Manville* (Уоррен Баффетт также увидел здесь выгодный шанс и впоследствии приобрел эту компанию)[1].

Спустя годы, получая в Гарвардском университете степень доктора по экономике, я увлекся изучением человеческой природы. Вначале в качестве аспиранта, а затем в статусе профессора экономики Гарварда я вот уже более десяти лет ищу ответ на главный вопрос: почему у людей возникают проблемы в столь многих областях, включая пищу, секс, деньги? Мои поиски принимали порой причудливый оборот, включая оценку уровня тестостерона у сторон, ведущих переговоры, и работу на африканской исследовательской станции по изучению поведения диких шимпанзе.

Я пришел к убеждению, что важным источником человеческих проблем выступает наша внутренняя природа, лучше всего приспособленная к решению тех задач, с которыми сталкивались наши первобытные предки. Поскольку современное индустриальное общество радикально отличается от мира наших предков, мы постоянно попадаем в неприятности. В моей первой книге, «Mean Genes» («Подлые гены»), написанной в соавторстве с Джеем Филеном, исследуется то, как человеческий мозг, сформировавшийся во времена плейстоцена, способствует ожирению, наркотической зависимости и бедности.

Данная книга, «Подлые рынки и мозг ящера», гораздо подробнее освещает одну из тем, затронутых в первой книге. Какие ошибки наиболее характерны для деятельности людей на финансовых рынках и как инвестору улучшить ее результаты? Названия обеих книг содержат прилагательное «подлый»,

---

[1] *www.johnsmanville.com.*

поскольку каждая исследует те аспекты человеческой деятельности, в которых наши инстинкты подталкивают нас к неудаче. Конфликт между нашими эмоциями и целями выступает главной особенностью существования в индустриальную эпоху. Поэтому мир порой выглядит подлым.

Рынки также могут казаться подлыми инвестору, покупающему на всплеске положительных эмоций и продающему под действием страха. Поскольку мы созданы для жизни в совершенно ином мире, наши инстинкты не приспособлены к поиску финансово выгодных возможностей. Поэтому, чтобы добиться финансового успеха, необходимо понять и заблокировать ту часть нашего мозга, которая подталкивает нас к принятию убыточных инвестиционных решений. Этот «мозг ящера», присутствующий у каждого из нас и скрывающийся за более рациональными частями мозга, великолепно справляется с задачей поиска пищи и крова, однако совершенно непригоден для инвестиционной деятельности.

Таким образом, книга «Подлые рынки и мозг ящера» дает ответ на мой вопрос двадцатилетней давности. Рынки иррациональны вследствие причуд человеческой природы. Те, кто это поймут и подавят свой мозг ящера, получат возможность заработать на подлых рынках.

От автора

На протяжении десяти лет мы с Джеем Филеном дискутировали о несоответствии мозга плейстоценового периода современному индустриальному обществу. Как часто бывает при таком сотрудничестве, большинство идей стали совместным продуктом. Базовые концепции книги «Подлые рынки и мозг ящера» — наша общая с Джеем заслуга. Но Джей заслуживает и отдельной благодарности за различные важные аспекты данной книги, от структуры до стиля изложения. Они перенесены в «Подлые рынки» из другой книги — «Mean Genes», написанной нами в соавторстве.

Многие мои друзья не пожалели собственного времени, чтобы прочитать черновики и сделать ценные критические замечания. Дуг Боденштаб прочитал и критически проанализировал каждую главу (некоторые даже по несколько раз). На каждой стадии мне помогал профессиональный физик Крис Коркоран, контролируя правильность математических положений «Подлых рынков». Здравый смысл и богатый опыт трейдера Джона Голдберга, как и подсказанные им весьма уместные аналогии из мира гольфа, тоже оказались очень полезными. Джей Филен задавал непростые вопросы и часто сам же находил на них правильные ответы.

Я благодарен также тем, кто прочитал книгу лишь частично, но внес существенный вклад в ее появление. Это Дэвид Бэр, Джефф Боденштаб, Питер Бориш, Джейн Бернхэм, Томас и Мари Бернхэм, Юдит Чепмен, Адам Чечи, Дэвид Эпштейн, Брент Флюеллинг, Сью Флюеллинг, Лайза Госселар, Пол Гринберг, Брайан Хэйр, Джастин Хольцман, Мэтью Макинтайр, Михаэль Шварц, Джоел Смит, Мартин Стейплтон, Скотт Стивенс и Садек Вахба. Дэниелл Лейк проделала фантастическую работу по редактированию рукописи.

Памела Ван Гиссен, мой редактор в издательстве *Wiley*, заслуживает особенно глубокой признательности. На протяжении всей истории появления этой книги, от замысла и разработки концепции до собственно написания и публикации, Памела активно помогала мне, благодаря чему данная книга оказалась и практичной, и академически строгой. И спасибо Питеру Боришу за то, что познакомил меня с Памелой.

На каждой стадии работы над книгой моя жена Барбара Ли Смит оставалась моей верной сторонницей, и благодаря ее поддержке я работал с удовольствием. Без ее обдуманных советов и бескорыстной помощи эта книга не увидела бы свет. И наконец, в нашей красавице, недавно родившейся дочке Шарлотт-Валентайн, я находил ежедневное вдохновение.

Спасибо вам всем,

Терри

ВВЕДЕНИЕ
Подлые рынки и мозг ящера

1

Во что нам инвестировать наши деньги?

«Во что мне инвестировать мои деньги?» Этот вопрос задал Адам, мой бывший студент в Гарвардской школе бизнеса. Получив степень магистра делового управления (MBA), он вскоре устроился на работу в инвестиционный банк. Поскольку там Адам много узнал о погрязших в долгах компаниях, он стал несколько скептически относиться к текущей экономической ситуации. Выслушав его соображения на этот счет, я спросил, куда же он инвестировал свои деньги. И был немало удивлен, услышав, что 60% своих сбережений молодой человек вложил в акции. Странное решение, если учесть им же сформулированный неутешительный экономический прогноз. Мой озадаченный вид заставил Адама спросить совета у меня.

Несомненно, молодой человек полагал, что следовал консервативной (т. е. осторожной) стратегии, инвестировав в акции всего лишь 60% своих сбережений. Разве насчитывающая сотни лет история существования фондового рынка не доказала убедительно, что в долгосрочной перспективе акции обеспечивают наивысшую доходность? Не следует ли терпеливому инвестору, особенно молодому, вкладывать практически все свои сбережения в акции?

Может быть, следует. А может быть, и нет. Традиционный ответ на вопрос Адама основывается на предположении адептов старой школы, будто люди — это хладнокровные стратеги, а финансовые рынки — рациональны. Но не так давно возникла новая школа, которая в качестве ключевой движущей силы нашего мира видит слишком сильные человеческие эмоции. Реальность такова, что финансовые рынки всегда раскачивались как маятники от эйфории к панике, а люди без особого успеха пытались заранее распознать эти явления. Новая «наука иррациональности» предлагает иной способ моделирования будущего и обеспечивает инвестора мощным инструментарием для приумножения и защиты его благосостояния.

Наша книга не просто описывает финансовую иррациональность — она вскрывает причины неэффективного поведения инвесторов, которое обходится им слишком дорого. Я объясняю такое поведение деятельностью «мозга ящера» — древнего по своей природе, зачастую бессознательного психического процесса, оказывающего мощное влияние на поступки людей. Этот мозг всегда помогал человеку в продолжении рода, поиске пищи, выживании, но он гораздо менее эффективен при работе на финансовых рынках. В результате эти рынки оказываются «подлыми», поскольку лишают инвесторов их денег.

Ниже мы применим положения новой науки иррациональности и концепцию мозга ящера к оценке перспектив инвестирования в облигации, акции и недвижимость. Мы убедимся, что текущая ситуация середины 2000-х годов представляет собой почти идеальный пример экономической бури, способной разрушить любые финансовые планы. Однако эта ситуация также предлагает неожиданные ответы на вопрос, поставленный Адамом. Мы покажем не только *во что* инвестировать, но и *как*, причем это будут совершенно новаторские рекомендации. Кроме демонстрации способов приумножения капитала инвестора, в задачу данной книги входит повышение его уверенности и снижение его финансового стресса.

Прописная истина: облигации — для слабаков

Адам работает в известном инвестиционном банке на Уолл-стрит. Если бы молодой человек обратился за советом к аналитикам с этой улицы (одного из мировых финансовых центров) относительно того, во что инвестировать свободные средства, он получил бы простой совет: покупать акции. Диаграмма на рис. 1.1 отражает согласованные рекомендации ведущих инвестиционных компаний Уолл-стрит.

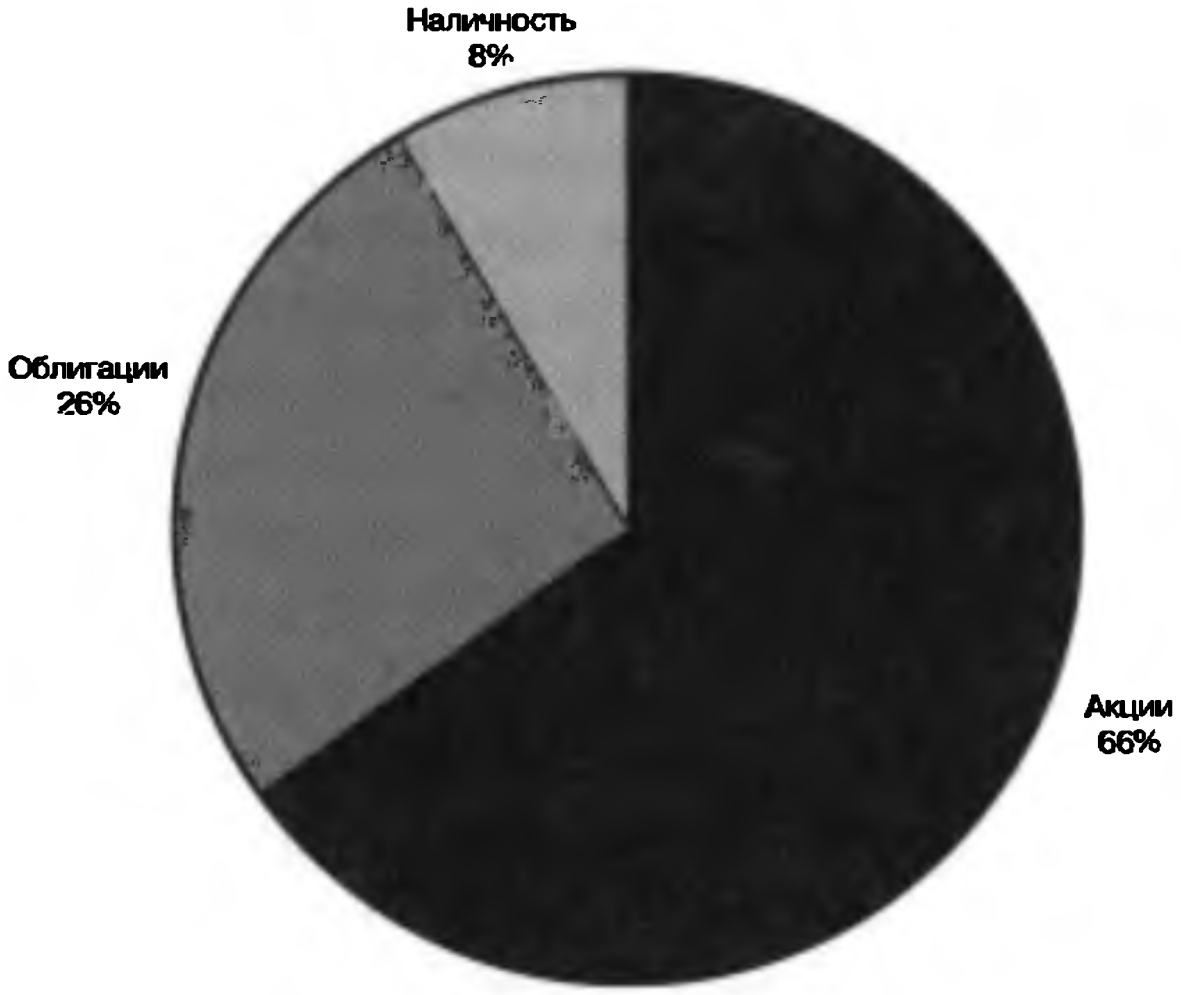


Рис. 1.1. Облигации — для слабаков
(инвестиционные рекомендации от аналитиков с Уолл-стрит)
. Служба Dow Jones Newswires, эксперты по стратегическому финансированию с Уолл-стрит[1]

Уолл-стрит советует нам вкладывать львиную долю наших средств в акции. Вдобавок, о высокой доходности акций трубят и экономисты. («Облигации — для слабаков» — это цитата, принадлежащая Грегу Мэнкью, гарвардскому профессору

[1] Рекомендации по размещению активов от ведущих инвестиционных фирм с Уолл-стрит (на 2004 год). *Dow Jones Newswires*, December 31, 2003.

и главе Совета экономических консультантов при президенте Джордже Буше[2].) Таким образом, для рядового инвестора совет «покупать акции» прозвучал громко и отчетливо. Если в 1980 году, когда фондовый рынок находился практически у своего исторического минимума, всего лишь 5,7% частных инвесторов владели паями взаимных фондов, то сегодня этот показатель почти достиг своего рекордного значения — 50%[3]. Более того, согласно последнему обзору потребительских финансов, проведенному Федеральной резервной системой, 56% финансовых активов американцев инвестированы в акции, что также является исторически рекордным значением[4].

Поэтому решение Адама инвестировать основную часть своих сбережений в акции отражает и расхожее мнение на этот счет, и общепринятую практику. Однако насколько разумно продолжать покупать акции и самоуверенно ожидать высокой доходности по ним?

«Туда»: наука иррациональности

В фильме «Малыш-каратист» Дэниел (персонаж, роль которого исполняет Ральф Маччио) приезжает в Калифорнию и сталкивается с враждебностью со стороны подростков-хулиганов. Пытаясь защититься от нападок, он начинает обучаться карате у местного консьержа, мистера Мияги. Однако Дэниел озадачен тем, что все его тренировки заключаются в выполнении различных хозяйственных работ. Так, он в течение нескольких часов полирует автомобиль мистера Мияги, используя при этом особую технику «туда-сюда». В итоге, разочаровавшись и вступив в перепалку с учителем, Дэниел с удивлением узнает, что эта техника полировки дублирует реальные движения каратиста.

---

[2] Из личного общения. См. главу 7.

[3] Институт инвестиционных компаний, *www.ici.org*, справочник за 2004 год, с. 88.

[4] Обзор потребительских финансов, выполненный Федеральной резервной системой США. *www.federalreserve.gov*.

Подобным образом мы ответим и на вопрос Адама, разобравшись вначале с ключевыми принципами, а затем применив их к рынкам облигаций, акций и недвижимости. Упомянутое расхожее мнение основано на представлении о людях как о практически безупречных стратегах, принимающих безошибочные решения. Рациональный взгляд таков: благоразумный инвестор станет покупать финансово рискованные акции только по достаточно низкой, чтобы получить высокую прибыль, цене. Таким образом, стандартный совет покупать акции основан на предположении, что рыночная цена акций рациональна. Однако если рынок ведет себя нелогично, то рекомендация «покупать акции с прицелом на долгосрочную перспективу» может оказаться ошибочной. Следовательно, прежде чем ответить на вопрос «во что инвестировать?», следует разобраться с рациональностью.

В самом ли деле люди представляют собой хладнокровных роботов, бесстрастно оценивающих финансовые возможности согласно правилу максимизации прибыли? В мире существует лишь одно место, где люди поступают именно так, — это экономическая теория. В ней принято считать, что люди принимают рациональные, всегда только «оптимальные» решения. Таким образом, расхожая рекомендация относительно инвестиций основана на предположении о рациональности как людей, так и рынков.

Однако в реальном мире люди поступают далеко не рационально. Самым болезненным примером этого стал для меня и моей жены конфликт с нашим свадебным фотографом. Проведя фотосъемку нашей свадьбы, Джули, фотограф, не предоставила нам снимки. Как я только ни пытался заполучить фотографии, апеллируя и к совести Джули, и к ее материальной заинтересованности! Я даже был согласен заплатить сверх оговоренного. Однако все эти рациональные приемы успеха не имели. Впрочем, проведя какое-то время в заключении, Джули смягчилась и отдала нам негативы. Можно ли назвать ее поведение рациональным? Нет. Она не получила никакой

выгоды от своего упрямства и понесла суровое наказание. Является ли подобное иррациональное поведение общераспространенным? Да.

Люди безрассудны. Хотя всем нам известно об этом, серьезно исследовать экономические последствия иррационального поведения начали только в конце 1970-х годов. Профессор Дэниел Канеман вместе с ныне покойным профессором Амосом Тверски начали скрупулезно фиксировать ошибочные решения, принимаемые людьми. В 2002 году профессор Кансман вместе с моим научным руководителем профессором Верноном Смитом получили Нобелевскую премию по экономике за этот новый научный подход к исследованию иррационального поведения.

Получается, что рекомендация относительно инвестиций не учитывает результаты современных научных изысканий. Несмотря на появление и становление науки иррациональности, прописные истины об оптимальных инвестициях основываются на устаревших теориях о благоразумных людях и рациональных рынках.

«Сюда»: познакомьтесь — мозг ящера

Экономисты бихевиористской школы доказали, что наши финансовые решения зачастую иррациональны. Закономерно возникает вопрос: почему люди такие неприспособленные для решения столь важных задач? Чтобы найти рациональное объяснение иррациональному поведению (которое в некоторых аспектах не так уж безрассудно), необходимо пойти дальше традиционных поведенческих моделей и рассмотреть некоторые поворотные достижения в различных областях.

Важный источник наших проблем заключается в несоответствии между двумя мирами — миром современным и миром наших предков. Мы устроены так, чтобы успешно справляться с задачами, свойственными первобытному миру, и это порой доставляет нам неприятности. Наиболее показательны в этом смысле примеры из области медицины.

Так, новорожденные, получающие исключительно грудное молоко, нуждаются в приеме пищевых добавок, содержащих витамин D, иначе у них могут возникнуть серьезные проблемы со здоровьем[5]. Трудно представить себе что-либо более естественное, чем грудное вскармливание матерью своего малыша. Почему же мы устроены так, чтобы провоцировать заболевания у наших детей? Причина в следующем: мы, люди (как взрослые, так и дети), самостоятельно вырабатываем витамин D, только когда подвергаемся воздействию прямых солнечных лучей. В организме людей, находящихся достаточное время на улице, особенно в местах интенсивного солнечного излучения, вырабатывается необходимое количество витамина D. Дети наших первобытных предков находились под солнцем достаточно долго для того, чтобы оставаться здоровыми. Однако сегодня многие дети (и их матери) предпочитают оставаться дома или же, оказываясь на улице, избегают прямых солнечных лучей, опасаясь рака кожи. поэтому наш врожденный механизм выработки витамина D не функционирует должным образом. Наши дети заболевают, поскольку современный образ жизни отличается от жизни наших предков.

Аналогичное объяснение можно дать и в случае профилактики сердечных заболеваний. Людям, особенно мужчинам, рекомендуется ежедневно принимать одну таблетку аспирина для разжижения крови, что снижает риск сердечного приступа[6]. Почему же наш организм не вырабатывает кровь оптимальной вязкости? Все дело в том, что в случае ранения «густая» кровь лучше сворачивается. Наши первобытные предки часто получали раны, и большинство из них умирали слишком рано, поэтому у них просто не успевали развиться

---

[5] Berkow R. The Merck Manual of Medical Information: Home Edition. — New York: Pocket, 1999. — P. 1303.

[6] Управление по санитарному надзору за качеством пищевых продуктов и медикаментов. «Aspirin for Reducing Your Risk of Heart Attack and Stroke: know the facts», *www.fda.gov*

сердечные заболевания. Таким образом, наша кровь оказывается слишком густой для нас, поскольку изначально ее вязкость преследовала защитные цели в первобытном мире, где люди часто ранились и умирали молодыми.

Но какое же отношение все это имеет к инвестиционным решениям? Наш мозг, равно как и наше тело, приспособлен к реалиям первобытного мира. Особенно наш мозг ящера, склонный к поиску закономерностей и обращению к опыту, что делает его эффективной системой для добывания пищи и воспроизведения успешных поведенческих моделей. Эта система помогала нашим предкам выживать и давать потомство, однако на финансовых рынках подобное поведение, ориентированное на прошлый опыт, дает обратный результат. Именно мозг ящера подталкивает нас к покупкам на рыночных пиках и продажам у рыночного дна.

В фантастическом фильме «Черная дыра», в котором снимался Вин Дизель, команда межгалактических путешественников совершает аварийную посадку на некой зловещей планете. Вскоре они узнают, что недра планеты населены ужасными созданиями. Отрадно то, что эти создания не появляются на поверхности в светлое время и между затмениями обычно проходят многие годы, поскольку планета имеет несколько светил. К сожалению, очередное затмение с его неизбежными гибельными последствиями ожидается всего через несколько часов.

Подобным образом проявляются позитивный и негативный аспекты роли мозга ящера в наших финансовых решениях. Отрадно то, что влияние мозга ящера на финансовые решения гибельно лишь при определенных и редко возникающих условиях. К сожалению, сейчас мы как раз пребываем в этих небезопасных условиях. В последние десятилетия мы наслаждались преимуществами нескольких мощных, но преходящих финансовых трендов. Однако в новых неблагоприятных условиях наш ориентированный на прошлое мозг ящера,

весьма вероятно, способен погубить нас. В некотором смысле, сегодня мы столкнулись с самым подлым из финансовых рынков, созданным практически только для того, чтобы разочаровать нас и безжалостно разорить.

Подобно тому, как мы способны прожить дольше, осознав причины наших медицинских проблем, мы также способны заработать больше, постигнув природу мозга ящера и укротив его.

Как обогатиться с помощью новой науки иррациональности

В фильме «Малыш-каратист» наш герой вскоре оставил полировку машин и начал участвовать в состязаниях. Так же и мы сначала разберемся с иррациональностью, а после рассмотрим ее применительно к категориям, важным с точки зрения инвестора, — экономической конъюнктуре, бюджетному дефициту, производительности, сбережениям, инфляции, дефициту торгового баланса, облигациям, ипотечным кредитам, акциям и недвижимости.

В части I анализируются ключевые тезисы науки иррациональности и приводятся примеры того, что даже самые рассудительные люди склонны к совершению систематических ошибок. Эти индивидуальные причуды как раз и порождают эйфорию и панику, а также создают рынки, которые сложно назвать рациональными.

В части II рассматриваются важные проблемы экономики, инфляции и стоимости американского доллара. Как бюджетный дефицит сказывается на экономике США? Способны ли революционные перемены в производительности сделать американцев богаче и улучшить их жизнь? Как снижение курса доллара влияет на инвесторов? Когда прекратится это снижение? Порождают ли действия Федеральной резервной системы США инфляцию? Почему нам не стоит радоваться слишком низким ценам?

ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

В части III теоретические положения рассматриваются применительно к наиболее важным инвестиционным решениям. Следует ли ожидать существенного роста процентных ставок? Возобновил ли фондовый рынок свой былой рост, или же его некоторое недавнее оживление — это всего лишь западня? Искусственно ли раздуты цены на недвижимость?

Результаты этого комплексного анализа резюмируются в заключительной части, которая также содержит конкретные инвестиционные рекомендации. Понимание механизма функционирования мозга ящера поможет нам выработать эффективную и не сопряженную со стрессами для инвестора стратегию. Более того, в части IV мы наконец ответим на вопрос Адама о том, во что ему инвестировать свои сбережения.

Мозг ящера будет главным персонажем в нашем повествовании. Действительно ли тротуары финансового центра усеяны стодолларовыми купюрами? Так и есть, однако они находятся в аномальных зонах, созданных мозгом ящера. Новая наука иррациональности способна подсказать, как понять эти аномальные зоны и подобрать разбросанные на земле купюры, а также как улучшить наши инвестиционные стратегии с минимальным стрессом.

Часть I

Новая наука иррациональности



ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

Главный вопрос книги «Подлые рынки и мозг ящера» — «Во что мне инвестировать мои деньги?». Расхожая рекомендация на этот счет гласит, что люди, стремящиеся к более высоким доходам, должны принимать на себя и более высокий риск. Другими словами, терпеливому инвестору, достаточно толерантному к риску, следует покупать акции.

Однако этот совет будет разумным лишь при условии, что цены акций не иррационально высоки. Адепты гипотезы эффективных рынков утверждают, будто рыночная цена акций всегда оптимальна. Упомянутая расхожая рекомендация основана на следующем предположении: рынки рациональны, поэтому цены акций не могут быть завышенными. Но что если рынки не всегда эффективны? Если они порой ведут себя безрассудно? Тогда оптимальный способ инвестирования кардинально отличается от общих рекомендаций, основанных на гипотезе эффективных рынков.

Таким образом, прежде чем определиться, во что инвестировать, необходимо оценить допущение о рациональности рынков. Этот анализ мы проведем в два этапа: в главе 2 рассмотрим, насколько рационально поведение людей, а в главе 3 — поведение групп людей, взаимодействующих на финансовых рынках. Как показано ниже, люди далеко не рациональны, а рынки зачастую ведут себя безрассудно.

В этой части книги мы ближе познакомимся с мозгом ящера — той самой составляющей нашего внутреннего механизма, отвечающего за принятие решений, чьи действия влетают нам в копеечку. Будет показано, что часть нашего мозга ориентирована на прошлый опыт и поиск закономерностей, и это порой заставляет нас покупать, когда цены иррационально высоки, и продавать, когда цены иррационально низки. Наш мозг никак не хочет работать синхронно с колебаниями финансовых рынков.

БЕЗУМНЫЕ ЛЮДИ
Мозг ящера и новая наука иррациональности

2

Не бойтесь знакомства с мозгом ящера

Боже, еда в этом заведении поистине ужасна» ... «Ага, я в курсе, и такие маленькие порции». Да, именно так я и воспринимаю жизнь. Она полна одиночества и нищеты, страданий и несчастий, и все это заканчивается слишком быстро». Вот что говорит Вуди Аллен устами Элви в начальной сцене фильма «Энни Холл».

Подобно этому, наши рациональные способности в финансовых вопросах просто ужасны, они демонстрируют систематические ошибки и основаны на предубеждениях. Как и в сентенции Вуди Аллена о нехватке скверной еды, мы слишком редко обращаемся к нашим ограниченным аналитическим возможностям, принимая финансовые решения. Пусть мы и не слишком хороши по части финансовых решений, выработанных с помощью более разумной части нашего мозга, мы также склонны еще больше усугублять ситуацию, делегируя командование своему мозгу ящера.

В данной книге я рассматриваю человеческий мозг как состоящий из двух частей: префронтального отдела коры головного мозга (или просто «префронтальной коры») и мозга ящера, хотя это и сильно упрощенное представление гораздо

более сложной организации мозга. Большинство наших способностей к абстрактному познанию (однако не все) осуществляются в префронтальном отделе коры мозга. Термин же *мозг ящера* объединяет в себе много важных участков головного мозга человека и не имеет никакого отношения к рептилиям[1].

Таким образом, «мозг ящера» — это условный термин, резюмирующий важную идею. Он используется так же, как сэр Питер Медевор, ученый эксперт в области изучения процессов старения, использовал условные понятия в своей известной статье «Нерешенная проблема биологии». Приведем отрывок из нее.

> *Я, в известной степени ограниченный необходимостью оставаться понятным читателям, вынужден озвучивать утверждения если и не совершенно ложные, то правдивые лишь с оговорками, перечислять которые у меня не хватит времени. И этой ограниченности невозможно избежать; мысль так и останется невысказанной, если каждое предложение непременно снабжать оговорками и уточнениями*[2].

Я привык использовать выражение «мозг ящера» в то время, когда совместно с моим коллегой по Гарвардской школе бизнеса профессором Джорджем Бейкером проводил исследования. И нахожу данный термин уместным даже в дискуссиях со специалистами по вопросам поведения и познания. Да, реальность весьма сложна и многообразна, но мы вправе обозначать упрощенным и условным термином «мозг ящера» всю менее склонную к познанию и абстракциям часть нашего

---

[1] Желающих изучить эту тему глубже отсылаем к книге Glimcher, P.W., Decisions, Uncertainty, and The Brain: The Science of Neuroeconomics. – Cambridge, Mass: *MIT Press*, 2003

[2] Medawar P.B. An Unsolved Problem of Biology. – London: *H.K. Lewis*, 1952, p. 3.

мышления, влияющую на наше поведение, но не имеющую никакого отношения к ящерам.

Мозг ящера отлично справляется с задачами поиска пищи и крова, однако не пригоден для поиска возможностей на финансовых рынках. Причина большинства наших финансовых неудач заключается как раз в том, что в решении инвестиционных вопросов мы обращаемся к нашему мозгу ящера. Вместо того чтобы использовать аналитическую часть нашего мозга, мы зачастую задействуем наиболее древнюю его часть, помогавшую нашим предкам выживать за десятки тысяч лет до того, как появились финансовые рынки. Мозг ящера отлично развит и отлично работает, однако, сталкиваясь с чуждыми нашим первобытным предкам проблемами, он толкает нас на безрассудные поступки и приносит нам финансовые убытки.

Прежде чем проследить за тем, как мозг ящера отправляет нас блуждать в дебрях финансовых вопросов, необходимо разобраться с другим универсальным человеческим феноменом: нелицеприятностью критики. Для большинства людей услышать об отсутствии у них способностей и задатков в какой-то области равносильно по своему эффекту удару электрическим током. Будучи преподавателем, я ежедневно наблюдаю такую реакцию у моих студентов. В Гарвардской школе бизнеса мы обращаемся к сократову методу, неотъемлемая часть которого — самостоятельное выявление студентами их собственных логических ошибок. Данный подход весьма эффективен в учебном процессе, однако он порой весьма болезнен для студентов, поскольку демонстрирует им ограниченность их знаний.

Коль скоро мы затронули тему изучения иррациональности, нам не особенно приятно будет узнать о том, что все люди склонны к совершению определенных ошибок. Все это весело и забавно до тех пор, пока человек не осознает, что иррациональность находит убежище и в его собственном мозгу. В этот момент вопрос изучения отходит на второй план, а инстинкты побуждают человека закрыть глаза, заткнуть уши и отрицать

факт собственной иррациональности. Во всех устных сказаниях Гомера единственное известное нам упоминание о письменности предстает в образе секретного послания. Это упоминание присутствует в «Илиаде», в рассказе о том, как царица Антея влюбилась в красавца Беллерофонта, который, однако, отверг ее любовь. Разгневанная Антея убеждает своего мужа, царя Протея, убить Беллерофонта (при этом Антея не раскрывает своего секрета и не признается в тайной любви).

Протей соглашается лишить Беллерофонта жизни, однако не хочет пятнать свои руки. Царь отправляет его с секретным посланием к правителю соседней страны. В послании сказано: «Убей вестника». Итак, в одном из первых исторических упоминаний о письменности раскрывается склонность людей к убийству вестника.

Однако награда за сохранение жизни вестнику и критический анализ собственного поведения может оказаться весьма щедрой. По окончании турнира по гольфу Golf Masters 1997 года Тайгер Вудс переосмыслил технику своей игры. В этом турнире он лидировал и в итоге одержал победу, завершив игру с рекордным результатом — 12 ударов. Более того, выступая менее года в качестве профессионального игрока, Тайгер победил в четырех турнирах, заработал более миллиона долларов и стал мировой знаменитостью.

Каким же было *ви*дение Тайгера своей игры после столь славного и успешного начала карьеры? Он решил, что ему необходимо кардинально изменить свой удар. В интервью, данном журналу *Time* 14 августа 2000 года, Тайгер Вудс, анализируя этот свой шаг, сказал следующее:

> *Я знал, что на том турнире, Golf Masters 1997, у меня была не лучшая техника удара. Но я выкрутился за счет оптимальной координации движений при ударе. Я справился практически со всеми паттами. Значит, даже если твой удар далеко не идеален, вполне можно играть*

неплохо, что я тогда и сделал. Но удастся ли выигрывать турниры с таким ударом, если координация при ударе будет не самой лучшей? Сохранится ли эта благоприятная ситуация достаточно долго? Мой ответ, учитывая мою тогдашнюю технику удара, был отрицательным. И я хотел в связи с этим что-нибудь предпринять.

Итак, Тайгер опять «сел за парту». Он заново отработал свой удар, из-за этой перестройки пережил на соревнованиях определенные разочарования, однако в итоге прочно обосновался в мире профессионального гольфа как один из выдающихся игроков. Одно время отрыв Тайгера Вудса в рейтинге от игрока под вторым номером был больше, нежели отрыв последнего от игрока на сотом рейтинговом месте[3]. Из просто превосходного игрока Тайгер Вудс превратился, пожалуй, в величайшего игрока всех времен. Урок из этой истории очевиден — для победы необходима критическая самооценка. Если уж мастерство Тайгера Вудса потребовало улучшения и в итоге возросло благодаря объективной переоценке, то каждый из нас, несомненно, преуспел, если отточит свои инвестиционные навыки.

Наука индивидуальной иррациональности

Споры об иррациональности ведутся вокруг двух вопросов. Во-первых, насколько рациональны решения отдельных людей? Во-вторых, оптимальны ли рыночные цены? И хотя дискуссии относительно оптимальности рыночных цен идут еще довольно активно (эту тему мы рассмотрим в следующей главе), вполне однозначный ответ на первый вопрос уже получен. Результаты масштабных исследований, проводившихся в последние 30 лет, наглядно продемонстрировали, что поведение людей далеко не совершенно.

---

[3] Harig, B. Woods "Uncomfortable" with His Game. — *ESPN.com*, April 26, 2004.

ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

В конце 1970-х годов профессоры Дэниел Канеман и Амос Тверски приступили к скрупулезному документированию проблем, присущих процессу выработки решений человеком. В одном из их известных экспериментов фигурировал вымышленный персонаж по имени Линда. Участникам этого эксперимента предлагалось решить следующую задачу[4].

Линда — незамужняя, прямодушная и очень умная женщина 31 года от роду. В студенческие годы она специализировалась в области философии. Тогда девушку глубоко волновали вопросы дискриминации и социальной справедливости. В ту пору Линда также принимала участие в антиядерных демонстрациях.

Какое утверждение из следующих двух представляется вам более вероятным?

1. Линда работает банковским кассиром.
2. Линда работает банковским кассиром, а также является активистом феминистского движения.

Поразмыслите над вашим вариантом ответа (правильный мы сообщим ниже). Но учтите, что большинство людей дают неверный ответ, и споры о том, чем можно объяснить эти ошибки, продолжаются. По утверждению экономистов старой школы, ошибки обусловлены недостатками самого эксперимента. Такие экономисты отрицают очевидный факт: люди совершают ошибки, о которых заявляют экономисты бихевиористской школы.

Последние усовершенствовали свои методики и представили доказательства того, что люди совершают ошибки в гораздо более важных областях, нежели упомянутая задача с Линдой.

---

[4] Tversky A., Kahneman, D. Extensional versus Intuition Reasoning: Conjunction Fallacy in Probability Judgment // *Psychological Review*. —1983. — 90. — P. 293–315.

Экономисты традиционных взглядов больше не оспаривают этот факт, однако все равно настаивают на состоятельности модели людей, которые, подобно роботам, хладнокровно принимают решения. В противоположность им экономисты бихевиористской школы считают, что традиционные теории рационального поведения необходимо подвергнуть кардинальному пересмотру.

Вернемся к Линде. Как вы ответили? Правильный ответ такой: Линда работает банковским кассиром. Если взять всех банковских кассиров в мире, то лишь некоторые из них окажутся активными феминистками. Такой ответ справедлив для двух любых характеристик. Возьмем, к примеру, сто спортсменов — учащихся колледжа. Сколько из них окажутся женщинами? А сколько из них — женщинами ростом выше 180 см? Не зная ничего об этой группе из ста спортсменов, можно утверждать, что количество рослых женщин не может превышать количество всех женщин в группе. Подобным образом, число банковских кассиров превышает число банковских кассиров-феминисток.

Выбравшие второй вариант ответа на вопрос о Линде-кассире склонны к так называемой «ошибке сопряжения», как это называют Канеман и Тверски. Вероятность двух взаимосвязанных утверждений будет ниже вероятности каждого из этих утверждений в отдельности. В этом эксперименте Канемана и Тверски 85% его участников дали неправильный ответ. Почему же мы так плохо справляемся с настолько простыми задачами?

Выдающиеся физики, не умеющие считать

Причина индивидуальной иррациональности частично объясняется тем, что мы не особо сильны в вычислениях.

На одном занятии в Гарвардской школе бизнеса я предложил своим студентам обсудить причины растрат корпоративных средств. Мы анализировали ситуации, когда руководство расходовало корпоративные фонды в своих личных целях. Один

из самых известных и хорошо задокументированных случаев произошел в компании *RJR Nabisco* в начале 1980-х годов. Как рассказывается в книге «Варвары у ворот», тогдашний исполнительный директор компании Росс Джонсон тратил корпоративные средства на роскошные вечеринки, встречи со знаменитостями и создание целого «воздушного флота» дорогих частных самолетов[5].

Одной из причин этих излишеств было то, что ни Джонсон, ни члены совета директоров не имели значительной доли в акционерном капитале компании. Джонсон владел лишь 0,05% акций компании, что составляло мизерную долю его личных активов. Добираясь в своем рассказе до этого момента, я обычно просил студентов рассчитать долю Джонсона в одном из самолетов воздушного флота компании, купленном за 21 млн долл., т. е. требовалось найти 0,05% от 21 млн.

На одном таком семинаре я попросил сообщить результат студента, который сам не вызывался отвечать. Он потянулся за калькулятором. Тогда я спросил: «Простите, но вы получили два диплома Массачусетсского технологического института, не так ли?» Он ответил утвердительно. «И обе ваши специализации (электротехника и компьютерные науки) требовали глубокой математической подготовки?» Студент опять ответил утвердительно. «И, тем не менее, вам требуется калькулятор для столь простого расчета?» Да, ответил он, ему действительно нужен калькулятор.

Большинство людей, даже те, чьи способности позволяют им учиться в Массачусетсском технологическом институте, почти беспомощны даже в простых вычислениях в уме. Калькулятор с легкостью рассчитает долю Джонсона в одном из самолетов компании — 10 500 долл. (0,05% от 21 млн долл.). В случае же других задач, с которыми наш мозг справляется не лучшим образом, решение окажется не столь простым.

---

[5] Бурроу Б., Хельяр Д. Варвары у ворот. История падения RJR Nabisco. — М.: Олимп-Бизнес, 2003.

Рассмотрим две задачи из книги «Mean Genes», которую я написал в соавторстве с моим другом, профессором Джеем Филеном из Калифорнийского университета в Лос-Анджелесе[6].

Головоломка 1. В китайских семьях очень ценятся сыновья. При этом правительство страны прилагает огромные усилия к ограничению численности населения. Предположим, что вероятность рождения девочки составляет ровно 50%, а каждая семья, как только у нее рождается мальчик, на этом и останавливается. Таким образом, некоторые семьи воспитывают лишь одного мальчика, другие — старшую девочку и мальчика, третьи — двух старших девочек и мальчика, и т. д. Спрашивается, какова доля девочек в общей численности китайских детей?

Головоломка 2. Представьте себе ситуацию: вы — врач, и одна ваша пациентка желает сделать анализ на наличие ВИЧ-инфекции. Вы заверяете ее, что в этом нет необходимости, поскольку среди женщин ее возраста и с ее историей сексуальных отношений вирус обнаруживают только у одного человека из тысячи. Пациентка настаивает, и, к сожалению, анализ дает положительный результат. Принимая во внимание 95%-ю достоверность данного анализа, ответьте, какова вероятность того, что пациентка действительно инфицирована?

Как и в случае с Линдой-кассиром, практически все решают эти задачи неправильно, и я мог бы привести множество подобных головоломок, вызывающих затруднения у большинства людей.

Когда задачу о ВИЧ-анализе предложили решить преподавателям и слушателям Гарвардской медицинской школы, самым распространенным их ответом была 95%-я вероятность инфицирования пациентки[7]. На самом деле правильный ответ — менее 2%. В случае же с китайскими детьми правильным будет

---

[6] Burnham T., Phelan J. Mean Genes. – Cambridge: *Perseus*, 2000. — P. 83–104.

[7] Tversky A.. Kahneman D., «Evidential Impact of Base Rates», *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Kahneman, D., Slovic, P., Tversky, A., eds. – Cambridge: *Cambridge University Press*, 1982, p. 154.

следующий ответ: коль скоро вероятность рождения девочки составляет 50%, то и доля девочек в совокупной численности детей будет равна 50%. Это справедливо независимо от того, когда семья отказывается от пополнения потомства. Если вам интересен более подробный анализ такого рода задач, советую прочесть посвященную вопросам риска главу из «Mean Genes». Ключевой посыл этой книги таков: люди не особенно сильны по части математических вычислений.

Успешное инвестирование основано на математическом анализе, который гораздо сложнее рассмотренных нами задачек. В основе любой инвестиции лежит набор соображений относительно издержек и прибыли, требующих прогноза на долгие годы с учетом разнообразных сценариев развития событий. Определение вероятной цены акций *IBM* или своего собственного жилья предполагает серьезные математические расчеты!

Все мы, неспособные решить даже элементарные задачки, находимся в неплохой компании. Не только гарвардские обладатели докторской степени допускают грубые ошибки — тем же грешат и самые передовые люди современности. Один мой приятель, Крис, имеет как базовую, так и докторскую степень по физике Массачусетсского технологического института. Его исследования лазерного излучения настолько секретны, что ему даже запрещено раскрывать название организации, финансирующей его работу. Другими словами, он принадлежит к числу передовых ученых XXI века (поклонники Вэла Килмера могут посмотреть фильм «Настоящий гений», чтобы получить представление о такого рода интеллектуальной культуре). Но несмотря на все свои способности и образование, Крис признал, что решил задачу с ВИЧ-анализом неправильно.

Итак, мы не приспособлены к эффективным математическим вычислениям, поэтому даже относительно простые задачки ставят в тупик передовых ученых. Но это еще не все плохие новости. Вторая немаловажная проблема в инвестиционном

деле — наша чрезмерная самоуверенность. Мы не обладаем вычислительными способностями, необходимыми для анализа инвестиционных возможностей, и в то же время не осознаем эту свою ограниченность.

Проявления чрезмерной самоуверенности многообразны. Когда людей просят оценить их способности относительно способностей окружающих, в среднем оценка всегда оказывается выше средней. Так, намного больше половины людей оценивают свои водительские способности как попадающие в верхнюю половину предложенного диапазона, хотя это статистически невозможно[8]. Когда у каждого из супругов интересуются мнением о его участии в выполнении домашней работы, суммарный результат неизменно превышает 100%[9].

Множество исследований подтвердило наличие данной тенденциозности в нашем самоанализе, однако моим любимым примером остается опрос, в ходе которого мужчинам предлагали оценить свои физические способности. Сколько мужчин, по вашему мнению, включили себя в нижнюю половину диапазона? Подозреваю, ответ вам известен: ни один из участников опроса не поставил себе оценку ниже средней[10].

Наша чрезмерная самоуверенность простирается дальше самоанализа, влияя на наше восприятие мира. Проведем нехитрый тест. Ответьте на вопрос: какова была численность сотрудников компании *Wal-Mart* в январе 2004 года во всем мире? Не обращаясь к справочной информации, запишите свой вариант ответа.

Правда, такая постановка вопроса выглядит несколько необъективной, поскольку разные люди в разной степени осведомлены о компании *Wal-Mart*. Предлагаем уравнять шансы всех читателей, для чего в дополнение к записанному вами

---

[8] Svenson O. Are We All Less Risky and More Skillful Than Our Fellow Drivers? // *Acta Psychologica.* — 19810 — 47. — P. 143–148.

[9] Ross M., Sicoly F. Egocentric Biases and Availability and Attribution // *Journal of Personality and Social Psychology.* — 1979. — P. 322–336.

[10] Питерс Т., Уотерман Р. В поисках совершенства. — М. : Вильямс, 2005.

варианту укажите верхнюю и нижнюю границы диапазона предполагаемого количества сотрудников компании. Границы выбирайте таким образом, чтобы вы на 90% были уверены в попадании фактического количества сотрудников в этот диапазон. Другими словами, если вы ответите на десять подобных вопросов, девять ответов должны оказаться между нижней и верхней оценками. Итак, дорогие читатели, вы уже записали ваши три цифры для *Wal-Mart* — лучшую оценку точного количества, нижнюю и верхнюю границы?

Правильный ответ мы приведем чуть позже. Оказывается, когда людям ставят десять вопросов подобного рода при таких же условиях, они обычно дают два-четыре неверных ответа[11]. Они так же плохо справляются с задачей, даже когда им разрешают установить достаточно широкие границы, чтобы девять из десяти ответов оказались правильными.

Люди достаточно часто попадают пальцем в небо, потому что слишком полагаются на правильность собственных оценок. Собственно, мне следовало бы сказать «*мы* попадаем пальцем в небо», поскольку я и сам прошел такой тест и тоже оказался излишне самоуверенным. Прежде чем ознакомиться с десятью предложенными мне вопросами, я решил установить крайне широкие границы оценки. И даже несмотря на такую «фору», только восемь из десяти ответов попали в указанные мною границы. Возвращаясь к *Wal-Mart*: в январе 2004 года в компании работало 1,5 млн сотрудников.

Вывод из всего сказанного таков: мы ввязываемся в инвестиционную игру, располагая аналитическим арсеналом, в котором отсутствуют несколько необходимых для эффективного инвестиционного анализа основных инструментов. Еще больше усугубляет ситуацию наша чрезмерная уверенность

---

[11] Lichtenstein S., Fischhoff B. et al. «Calibration of Probabilities«, *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*.. Kahneman D, Slovic P., Tversky A, eds. — Cambridge: *Cambridge University Press*, 1982. — P. 306–334.

в том, что мы обладаем необходимыми способностями к инвестиционной деятельности.

Инвестирование с расщепленным мозгом

Хотя наш аналитический инвестиционный арсенал и недоукомплектован, мы, тем не менее, рассчитываем принимать правильные решения. Впрочем, просто удивительно, сколь редко мы обращаемся к анализу, принимая то или иное решение.

В начале 1990-х годов большая часть моих сбережений была инвестирована в акции *Microsoft*. Однажды вечером во дворе нашего аспирантского общежития я болтал со своим приятелем Мэттом. «Знаешь, Мэтт, — посетовал я, — у меня тут возникла проблемка, насчет которой хотелось бы посоветоваться. Дело в том, что дела у *Microsoft* идут неплохо, а вот курс ее акций месяцами стоит и не шевелится». Мэтт не перебивал меня, позволив нести всякий вздор о том, какой это фантастический бизнес — продавать программное обеспечение во всем мире, а затем спросил: «Какой коэффициент P/E (цена/прибыль) этих акций?»

Наступила долгая пауза, поскольку в этот момент до меня дошло, что я не имею даже приблизительного представления о значении P/E для акций *Microsoft*. Я игнорировал этот ключевой показатель, хотя посвящал несколько часов в день чтению финансовых изданий. А ведь узнать показатель P/E для любой акции очень просто. В 1993 году у меня ушло бы пять минут на то, чтобы подняться к себе в комнату и отыскать в *Wall Street Journal* значение P/E для акций *Microsoft*. А сегодня, в XXI веке, эту информацию можно получить еще проще — в Интернете, за считанные секунды.

Поскольку я человек любознательный, то не отмахнулся от проявления подобного невежества с моей стороны. Я стал расспрашивать своих знакомых об их инвестициях. Одним моим собеседником оказался профессиональный финансист, который владел акциями компьютерной компании *Apple* и все

нахваливал достоинства дружеского интерфейса ее операционной системы. Я задал ему вопрос. Нет, не о цене акций, которая, по его мнению, была низкой, а о количестве акций в обращении. Он ответил: «А кто его знает. Должно быть, миллионы штук».

При расчете общей стоимости компании, т. е. ее рыночной капитализации, число акций в обращении — такой же важный показатель, как и их текущий курс. Невозможно оценить перспективность акций, если не знать, сколько их находится в обращении. Другими словами, этот профессиональный финансист так же слабо представлял себе состояние своих инвестиций в *Apple*, как и я в случае с *Microsoft*.

Попробуйте расспросить подобным образом своих знакомых, и, как я подозреваю, вы обнаружите, что большинству из них не много известно, по крайней мере, о некоторых из их инвестиций.

Эти финансовые белые пятна, хотя бы в теории, легко устранимы. Необходимая информация доступна, и я призываю к тому, чтобы каждый инвестор до принятия решения провел тщательный анализ. Однако инвестирование — гораздо более тонкая деятельность, чем может показаться из приведенных выше историй. Дело в том, что поведение человека, равно как и его инвестиционные решения, в неожиданно большой степени подвержены влиянию мозга ящера.

Многие вычисления осуществляются в префронтальной коре головного мозга, расположенной над глазами. Анализируя наши инвестиции, мы задействуем префронтальную кору. По сравнению с животными у человека она необычайно развита, что и объясняет наличие у нас уникальных способностей к рассуждениям и выработке рациональных решений[12]. Но, несмотря на это, присутствующий у нас мозг ящера также участвует в этом процессе, причем в большей степени, нежели мы предполагаем.

---

[12] Roth, G., Wulliman, M., eds. Brain Evolution and Cognition. – New York: *Wiley*, 2001. – Ch. 16, 17.

Психиатрия долгое время изучала различные части мозга и механизмы их взаимодействия. Зигмунд Фрейд во многом знаменит благодаря своей теории расщепленной структуры личности, состоящей из Эго, Супер-Эго и Ид (бессознательного). Теория Фрейда, конечно же, основана на давней традиции, уходящей своими корнями к взглядам Платона. Марвин Мински — представитель современной школы психиатрии; он предлагает рассматривать психику как сочетание гораздо большего, чем назвал Фрейд, количества компонентов. Взгляды Мински относительно численности ментальных составляющих отражает название его книги — «Сообщество разума»[13].

В те времена, когда мне посчастливилось быть слушателем одного из курсов Мински в Массачусетсском технологическом институте, профессор рассказал забавную историю о причудах собственной психики. «Однажды мне выпала честь позавтракать с президентом Джеральдом Фордом. И хотя я, как правило, не пропускаю назначенных встреч, в тот раз я проспал время завтрака. Никогда прежде я так не гордился своим подсознанием».

Этим примером профессор Мински продемонстрировал целый ряд важных наблюдений. Во-первых, его префронтальная кора контролировала его поведение не полностью. Во-вторых, подсознательные цели зачастую отличаются от целей префронтальной коры и, возможно, противоречат им. И наконец, в-третьих, подсознание порой разумнее префронтальной коры.

Мой дед, которого в нашей семье ласково называли Мэнди, преподал мне первый урок, показывающий ту власть, какую имело надо мной мое собственное подсознание. Мэнди был известным в профессиональных кругах психиатром, учеником самого Фрейда, с чьей дочерью Анной долгие годы поддерживал дружеские отношения. Одной из профессиональных способностей деда было искусство гипноза.

---

[13] Minsky M.I. The Society of Mind. – New York: *Simon and Schuster*, 1986.

Я никогда не поддавался гипнозу, однако Мэнди обращался к силе внушения всякий раз, когда у меня начиналась икота. В этих случаях он говорил мне тем особым тоном, который мне никогда не удавалось воспроизвести: «Если ты икнешь еще три раза, я дам тебе четвертак». И каждый раз после того, как он говорил мне это, я был не способен икнуть больше одного раза. Я пробовал этот трюк на других людях, но безуспешно. Очевидно, профессиональная подготовка Мэнди позволяла ему обращаться непосредственно к моему подсознанию и изменять мое поведение.

Во время Корейской войны китайцы использовали знания о подсознании для обработки американских военнопленных. Китайцы стремились склонить янки к сотрудничеству и использовали для этого множество чрезвычайно успешных приемов в диапазоне от жестокости до коварства. В своей книге «Влияние» Роберт Чиалдини подробно описывает эти приемы, включая и метод постепенных уступок, который, как я считаю, ориентирован на манипуляцию подсознанием. Практически никто из военнопленных сразу не хотел сотрудничать или не соглашался на сотрудничество в полном объеме, однако со временем людей склоняли ко все более и более аномальному поведению. В конце концов каждый третий американский военнопленный соглашался на одну из форм сотрудничества с китайцами, а некоторые заходили настолько далеко, что подвергали своих соотечественников издевательствам[14].

К тем же американцам, которые отвергали любую форму сотрудничества, китайцы обращались с простой просьбой: «Нам известно, что вы не желаете делать заявления, порочащие США, но не могли бы вы просто переписать один такой текст, составленный вашим сослуживцем? Вам не придется ни подписывать это антиамериканское заявление своим именем,

---

[14] Cialdini R.B. Influence: The Psychology of Persuasion, rev. ed. — New York: *Quill/William Morrow*, 1993.

ни сообщать кому-либо о своих действиях». Китайцы выяснили, что этот нехитрый прием весьма эффективно помогал привлечь военнопленного к сотрудничеству. Американец, согласившийся выполнить подобную просьбу, в последующем с высокой степенью вероятности был способен делать антиамериканские заявления от своего имени[15]. Похоже, что если склонить человека к устной или письменной констатации чего-либо, изменения в сознании приведут к изменению поведения. Сходная аргументация лежит в основе рекомендации Дейла Карнеги «склонять людей к немедленному ответу “да, да”».

Впрочем, ни один из этих примеров не свидетельствует о важной роли подсознания. Профессор Мински мог попросту полениться встать утром пораньше, чтобы поспеть к завтраку с президентом Фордом. Также нельзя точно сказать, почему мой дед останавливал икоту или почему устная либо письменная констатация чего-нибудь способна повлиять на наше мнение. Для поиска доказательств существования причинно-следственной связи нам придется вновь окунуться в научный мир.

Исследования людей, имеющих определенного рода патологии, способны порой дать представление о нормальном функционировании мозга. В нашем исследовании расщепленной структуры психики обратимся к примерам людей, в буквальном смысле обладающих расщепленным мозгом. У большинства людей левое и правое полушария мозга координируют свою работу посредством так называемого мозолистого тела, обеспечивающего физическое соединение между двумя полушариями. У некоторых это мозолистое тело отсутствует от рождения. Таким образом, их левое полушарие мозга не знает, что происходит в правом, и наоборот. Исследования таких людей показали, что сознательная часть мозга не всегда задействована. Эти исследования подробно описаны

---

[15] Lech R.B. Broken Soldiers. — Urbana: *University of Illinois Press*, 2000.

во многих книгах, включая и труд профессора Майкла Газзаниги «Прошлое разума»[16].

В ходе этих исследований испытуемым с расщепленным мозгом показывали карточки с письменными указаниями, например «помашите рукой». Человек должен был выполнить указание.

Интересным моментом в этих исследованиях оказалось то, как испытуемые впоследствии объясняли свои действия. Экспериментом предусматривалось, чтобы карточка с указанием была в поле зрения только левого глаза испытуемого; при этом информация попадает в правое полушарие мозга, а левое, отвечающее за речь, остается в неведении относительно указания на карточке. Поскольку мозг испытуемых расщеплен, одному полушарию было известно, что взмахи рукой — это реакция на указание. Второе же полушарие совершенно не понимало, чем вызваны эти движения руки, хотя именно этому полушарию приходилось объяснять причину.

«Зачем вы помахали рукой?» Этот вопрос ставил левое полушарие, ответственное за речь, в тупик. У данной части мозга отсутствовала какая-либо информация о причине, побудившей человека махать рукой. Тем не менее, ей было известно, что тело только что совершило данное действие. И вместо простого выхода — признать свою полную неосведомленность — левое полушарие начинало придумывать историю. Например, испытуемый отвечал: «Мне показалось, что я увидел знакомого». Подобным же образом неосведомленное полушарие, когда испытуемому давали указание смеяться, объясняло это действие, например, так: «Я смеюсь, потому что вы такие забавные ребята».

Эти и подобные им исследования приводят нас к поразительному выводу. В силу своей природы мы склонны скрывать тот факт, что мозг ящера влияет на наши действия. Полагая,

---

[16] Gazzaniga M. The Mind's Past. — Berkeley: *University of California Press*, 1998.

будто наши действия обусловлены рациональной частью мозга, мы зачастую попросту придумываем историю, объясняющую причину этих действий. Как и в случае с профессором Мински, определенная часть нашего сознания, находящаяся вне префронтальной коры, инициирует действие, оставляя задачу поиска причины данного действия другим частям мозга.

Еще ряд исследований демонстрирует ограниченность сознательной части нашего разума. Данный феномен известен как эффект Мак-Герка. Вы можете почувствовать его действие на себе, бороздя Интернет. Эффект Мак-Герка выражается в следующем: прежде чем мы осознаем определенное ощущение, его подправит бессознательная часть психики. Вот как это работает.

Когда мы слушаем других, у нас задействованы как слух, так и зрение. Это справедливо даже для людей, не владеющих техникой чтения по губам. В 1976 году Гарри Мак-Герк и Джон Мак-Дональд провели следующий эксперимент: на видеозапись человека, произносящего звуки «га», они наложили звуки «ба», произносимые им же[17].

Как же воспринимается людьми звук «ба», когда на экране они видят человека, чьи губы произносят «га»? В результате получается какой-то смешанный звук, близкий к «да». Самым интересным в эффекте Мак-Герка является то, что он никогда не исчезает. Если при воспроизведении видеозаписи испытуемый закрывает глаза, он отчетливо слышит звук «ба», но как только глаза открываются, человеку слышится «да». Даже стократный просмотр этой видеозаписи и знание об истинном произносимом звуке не устраняют описанный эффект. Наш рациональный мозг не способен подавить процесс предварительной обработки информации бессознательной частью психики.

---

[17] McGurk H., MacDonald, J. Hearing Lips and Sceing Voices // *Nature*. — 1976. — P. 746–748.

Эффект Мак-Герка показывает, что предварительная бессознательная обработка поступающей к нам информации влияет на наше восприятие мира. Очевидно, префронтальная кора не способна полностью контролировать нас, если поступающая к ней информация предварительно обрабатывается и корректируется иными частями мозга.

Итак, что нам известно на данный момент? Мы представили мозг состоящим из префронтальной коры и мозга ящера, и мы увидели, насколько несовершенна первая. Мы также убедились в существенном влиянии мозга ящера на наше поведение. Мы склонны совершать ошибки и попадать в ловушки разного рода. Наконец, мы склонны придумывать связные истории, якобы объясняющие мотивы наших поступков, а в действительности затрудняющие понимание их истинных причин.

Мозг ящера отправляется на Уолл-стрит

«Демократия — это худшая форма государственного правления, не считая всех остальных», — сказал Уинстон Черчилль. Так же и рациональное инвестирование с помощью нашей далеко не совершенной аналитической системы — это худший способ зарабатывать деньги, если отбросить альтернативу в виде использования мозга ящера. Как будет показано далее, мозг ящера провоцирует человека на деструктивные действия.

Хуже использования ущербной префронтальной коры с ее слабым контролем может быть только решение вовсе ее не использовать. Самым известным примером этого стала печальная история мистера Финеаса Гейджа. 13 сентября 1848 года с ним произошел несчастный случай, о котором газета *Free Soil Union* сообщила следующее.

Когда Финеас П. Гейдж, мастер железнодорожного участка в Кавендише, закладывал взрывчатку

в строительных целях, произошла детонация заряда, в результате чего Гейдж получил сквозное ранение головы металлическим стержнем, имеющим в окружности дюйм с четвертью и три фута восемь дюймов в длину.

Другими словами, стержень был длиной почти 120 см и более 30 мм в окружности. Поразительно, но после столь чудовищного ранения Гейдж вскоре поправился. Металлический стержень, прошедший сквозь его голову, весил без малого шесть килограммов и был почти 40 мм в диаметре (даже больше, чем длина окружности, о которой ошибочно сообщила газета). Меньше чем через год после несчастного случая Гейдж чувствовал себя достаточно хорошо, чтобы вновь приступить к работе на железной дороге. Более того, его умственные способности, казалось, не пострадали.

Однако коллеги Гейджа вскоре заметили, что он изменился. У него появилось множество негативных черт. Как сказал один сослуживец, «прежнего Гейджа уже нет». В частности, Финеас утратил способность выполнять задачи, которые сам же и запланировал. И хотя его умственные способности сохранились на прежнем уровне, то обстоятельство, что префронтальная кора у Гейджа больше не функционировала, не позволило ему продолжить работу в качестве бригадира, и впоследствии ему пришлось уволиться с железной дороги[18].

Список человеческих недостатков и слабостей займет не одну страницу. Ниже мы рассмотрим наиболее существенные, с точки зрения инвестиционной деятельности, проявления человеческой иррациональности. Читателям, желающим глубже изучить эту тему, рекомендуем обратиться к книгам Ричарда Талера «Проклятие победителя» или нобелевского лауреата

---

[18] Harlow J.M. Recovery from the Passage of an Iron Bar through the Head. – Boston: *David Clapp & Son*, 1869.

Дэниела Канемана «Эвристика и предрассудки» (под редакцией Канемана, Томаса Джиловича и Дэйла Гриффина)[19].

Иррациональность №1: гордыня предшествует финансовым убыткам

Пол Тюдор Джоунс II — легендарный трейдер, заработавший сотни миллионов долларов. Некоторые его победы описаны в книге «Кудесники рынка»[20]. Мой сосед по комнате в общежитии Мичиганского университета, Питер Бориш, работал с Полом. Через Питера я и познакомился с этой живой легендой биржевой торговли.

Вы, возможно, думаете, что великие трейдеры лишены предрассудков, свойственных большинству из нас. Возможно, это так, однако, на мой взгляд, этим людям просто лучше удается ограничивать ущерб, вызванный саморазрушительными аспектами человеческой природы. Во время визита к Полу Тюдору Джоунсу я заметил над его рабочим столом две написанные от руки памятки. Я счел их напоминаниями, адресованными префронтальной коре Пола и облегчающими ей задачу контроля его мозга ящера.

Одна из памяток гласила: «Газонокосилка срезает торчащую и жесткую траву, а трава, которая сгибается, остается нескошенной».

Во многих жизненных ситуациях оптимальным образом действий будет унять свою гордыню, смириться с потерями и двигаться дальше. Не желающие пригибаться обречены, как и торчащая трава, на страдания.

---

[19] Thaler R.H. The Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies of Economic Life. — Princeton, NJ: *Princeton University Press*, 1992; Gilovich T., Griffin D., et al., eds., Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment. — Cambridge: *Cambridge University Press*, 2002.

[20] Schwager J. Market Wizards: Interviews with Top Traders. - New York: *Prentice Hall Press*, 1989. — P. 117–140.

Один из самых исследованных бихевиористской экономической школой вопросов касается того, как упрямство людей оборачивается для них убытками. Широко известен эксперимент «ультимативная игра», и заключается он в весьма бесхитростных переговорах между двумя людьми. Участники должны разделить крупную денежную сумму в ходе явно несправедливого обсуждения. Один участник, предлагающий, сообщает о том, как следует поделить деньги. Второй участник — принимающий — не имеет права выдвигать встречное предложение, а должен либо принять, либо отклонить ультиматум предлагающего.

Я участвовал в этой игре на семинаре, который проводил мой наставник, нобелевский лауреат профессор Вернон Смит. В моем случае я заработал право вносить предложение, успешно ответив на несложный вопрос. Теперь у меня было 100 долл. и право выдвинуть ультимативное предложение о разделе этих денег другому участнику семинара. Более того, переговоры проходили анонимно. Ни я, ни второй участник не знали и не могли впоследствии выяснить, с кем имели дело.

Итак, в моем распоряжении было 100 долл. Я мог предложить принимающему 10 долл., 20 долл. или любую сумму, кратную 10. Если мое предложение принималось, я забирал свою часть денег, а принимающий получал ту сумму, которую я предложил. Если мое предложение отклонялось, мы оба не получали ничего. Как же мне следовало поступить? Предположим, что целью игры было получить максимально возможную сумму (как в моем случае).

Приведу ход своих рассуждений. Принимающий находится в непростой ситуации. Он либо согласится на предложенную мною сумму, либо не получит ничего. Поэтому, если я предложу принимающему даже небольшие деньги, он, приняв мое предложение, получит больше, нежели в случае отказа. Придя к такому заключению, я сделал минимальное предложение — 10 долл., — рассчитывая при этом оставить себе 90 долл.

На семинаре нам пришлось играть на реальные деньги, и, прежде чем объявить итоги, Вернон Смит ознакомил нас с результатами ранее проводившихся игр. Я отвлекся от размышлений о том, на что израсходую свои упавшие с неба 90 долл. (поскольку не сомневался в благоразумии Ппринимающего — он непременно примет мое предложение!), и вместе с другими участниками семинара приступил к изучению результатов предыдущих исследований, в которых принимающие... раз за разом отвечали «да пошел ты» на скупые предложения, подобные моему.

Первое исследование в области ультимативных игр провели в 1982 году профессор Вернер Гут с коллегами. Имея на кону десять немецких марок (евро еще не были в ходу), участники вовсю демонстрировали гордыню или чувство справедливости. Оказалось, было отвергнуто 20% предложений, хотя в среднем они значительно превышали мое. Тогда как я уступал лишь 10% от призовой суммы, предлагающие первых ультимативных игр были готовы поделиться в среднем 30%[21].

Со времени первого исследования его главные результаты нашли подтверждение буквально в сотнях последующих экспериментов. Раз за разом и в любых частях мира люди неизменно демонстрировали гордыню. Они готовы потерять деньги, но не уронить свое достоинство[22].

Сначала многие специалисты заявляли, будто результаты игры не показательны, поскольку ставки низкие, и, следовательно, отказ Принимающего не связан для него с ощутимой потерей. Вернон Смит с коллегами проверили это предположение,

---

[21] Guth W., Schmittberger R., et al. An Experimental Analysis of Ultimatum Bargaining // *Journal of Economic Behavior and Organization* 3. — 1982. — no. 4. — P. 367–388.

[22] Roth A.E. Bargaining Experiments. Handbook of Experimental Economics, Kagel, J.H., Roth, A.E., eds. – Princeton, NJ: *Princeton University Press*, 1995. Roth, A.E.,. Prasnikar, V., et al. Bargaining and Market Behavior in Jerusalem, Ljubljana, Pittsburgh and Tokyo: An Experimental Study // *American Economic Review.* — 1991. — 81. — no. 5. — P. 1068–1095.

обеспечив участников в США стодолларовым фондом. В игре на 10 или на 100 долл. никаких различий в результатах обнаружено не было[23].

Ультимативную игру проводили в разных странах, чтобы проверить влияние культурной среды и исследовать случаи с более высокими ставками. В таких странах, как Индонезия, ученые устраивали игры на сумму, эквивалентную заработку участников за несколько месяцев. Даже при столь высоких ставках люди предпочитали отказываться от несправедливого предложения[24]. И, несмотря ни на какие культурные различия, результаты исходного исследования профессора Гута были подтверждены участниками даже из отсталых стран, в которых люди до сих пор добывают себе пропитание охотой и собирательством[25].

Иррациональны ли отказы в ультимативной игре? Не обязательно, однако из-за них участники определенно несут убытки. Напомню, что игра, как правило, проводится лишь единожды и между анонимными участниками, которые никогда не встретятся вновь. Отклонение предложения при таких условиях означает потерю денег, которую никогда не удастся возместить.

Во многих финансовых ситуациях перед нами возникает дилемма — либо сразу согласиться на небольшие убытки, либо упереться рогом. Оптимальным вариантом, особенно для того, кто желает заработать, будет признать свое незначительное поражение и двигаться дальше.

Я интерпретирую памятку Пола Тюдора Джоунса как сообщение мозгу ящера от префронтальной коры: «Уважаемый

---

[23] Hoffman E., McCabe K., et al. On Expectations and the Monetary Stakes in Ultimatum Games // *International Journal of Game Theory.* — 1996. — 25. — P. 289–301.

[24] Cameron L. Raising the Stakes in the Ultimatum Game: Experimental Evidence from Indonesia // *Economic Inquiry.* — 1999. — 37. — no. 1. — P. 47–59.

[25] Henrich J., Boyd R., et al. In Search of Homo economicus: Behavioral Experiments in 15 Small-Scale Societies // *American Economic Review.* — 2001. — 91. — no. 2. —P. 73–78.

Мозг Ящера! Мне известно, что Вы созданы, чтобы упрямиться и гордиться. И хотя Вы находите подобное поведение естественным, лично я (префронтальная кора) предпочитаю деньги. Таким образом, я намереваюсь убедить Вас избрать путь не гордыни, но прибыли».

Новые исследования ультимативной игры в области нейроэкономики позволяют узнать, какие части мозга повинны в наших финансовых потерях. Профессор Алан Сэнфи с коллегами проводили ультимативные игры, в процессе которых мозг участников сканировался на функциональном магнитно-резонансном томографе. У участников, отклонявших незначительные предложения (один-два доллара из десяти), наблюдалась повышенная мозговая активность в области островковой доли (не являющейся частью префронтальной коры), а субъекты с повышенной возбудимостью в данной области были в большей степени склонны отвергать такие незначительные предложения[26].

Результаты этих исследований дают нам прямые научные доказательства того, что некоторые части мозга за пределами префронтальной коры склоняют людей выбирать путь, чреватый финансовыми потерями. Сейчас, когда я пишу эти строки, пока еще нет подобных доказательств локализации в мозгу большинства других экономических предубеждений. Но, полагаю, это вопрос времени. По моему мнению, источники наиболее «иррационального» поведения человека будут выявлены за пределами префронтальной коры.

Наконец, в процессе моих собственных исследований я установил, что мужчины, отвергающие незначительные предложения в ультимативной игре, имеют гораздо более высокий уровень тестостерона по сравнению с принимающими[27].

---

[26] Sanfey A.G., Rilling, J.K. et al. The Neural Basis of Economic Decision-Making in the Ultimatum Game // *Science* 300. — 2003. — P. 1755--1758.

[27] Burnham T.C. Pride, Status and Hormones: Rejectors in an Ultimatum Game Have High Levels of Testosterone, рукопись, 2004 г.

Тестостерон, который часто ассоциируется с мышечной массой, также играет важную роль в защите доминирующих иерархических позиций. Например, я замерял уровень тестостерона Говарда Стерна и других участников его команды. Говард, доминирующий мужчина в социальной иерархии своей группы, обладал и самым высоким уровнем тестостерона. Мой друг, Винни Фаваль, звезда телеканала CBS и частый гость шоу Говарда Стерна, имел второй по величине уровень тестостерона. Как Говард, так и Винни превосходили по этому показателю мужчин моложе их (Гэри, Кей Си, Джона), занимающих более низкие ступени в иерархии шоу.

Эти результаты дают повод думать, что мозг ящера, в конечном счете, не столь уж безрассуден. В естественных условиях, когда люди встречаются многократно, личности с высоким уровнем тестостерона используют конфликты как средство достижения своих целей. Тестостерон активизирует мозг ящера и побуждает некоторых людей демонстрировать большую склонность к конфронтации. Однако в искусственно созданных условиях лаборатории конфронтация в ультимативной игре оборачивается убытками, а не преимуществом. Подобно лабораториям, финансовые рынки — неестественная среда, и это объясняет, почему наши инстинкты зачастую влетают нам в копеечку.

Итак, чем же закончилось мое предложение десяти долларов из ста? Узнав о том, что многие люди предпочитают отказ от денег скудному проценту, я мысленно уже смирился с поражением. Более того, как показали результаты нашей группы, гордыни аспирантам — участникам игры — было не занимать. Трем студентам сделали десятидолларовое предложение, и двое отвергли его. Один даже отказался от 30 долл. из 100! Но, к счастью, мое жалкое предложение в 10 долл. приняли.

Иррациональность №2: боязнь убытков приводит к убыткам

Предлагаем вам принять участие в азартной игре. Выигрыш или проигрыш определяются тем, какой стороной вверх упадет подброшенная монета. Если вы не угадываете, платите пять долларов. Угадаете — весь банк ваш. Профессор Канеман провел опрос, чтобы выяснить минимальный размер банка, ради которого респонденты были готовы рискнуть пятью долларами.

Каков ваш ответ, читатель? Если вы называете банк, превышающий пять долларов, то вашей натуре претит проигрыш. В действительности средняя сумма, которая фигурировала в ответах на этот вопрос, превышала десять долларов. Профессор Канеман интерпретировал полученные результаты так: людей гораздо сильнее огорчает потеря определенной суммы, чем радует прибыль аналогичного размера. Мы не желаем рисковать пятью долларами в обмен на возможность заработать пять долларов. Оправдать риск может лишь более крупный выигрыш[28].

Профессор Канеман резюмирует ответы на этот вопрос, а также результаты схожих экспериментов, в своей «теории неприятия убытка». Среди всех исследований, принесших ему Нобелевскую премию, профессор Канеман считает данное одним из важнейших. Хотя неприятие убытков кажется неплохим качеством, на самом деле именно оно нередко к ним и приводит.

Печально известный трейдер Ник Лисон являет собой яркий пример того, к чему может привести неприятие убытка. Лисон был тем пресловутым «красным трейдером», который довел до банкротства банк *Barings*. Примечательно, что Лисон написал книгу и проанализировал в ней причины своих

---

[28] Kahneman D., Tversky A. Choices, Values, and Frames // *American Psychologist*. — 1984. — 39. — no. 4. — P. 341–350.

ошибок; впоследствии историю этого злосчастного трейдера перенесли на большой экран, а роль Лисона в картине исполнил Эван Мак-Грегор[29]. (Представляется соблазнительным натворить каких-нибудь бед, если знать, что впоследствии тебя воплотит на экране популярный актер.)

Barings Bank пользовался славой одного из самых престижных финансовых учреждений Великобритании. Он разорился, когда Лисон потерял около миллиарда фунтов стерлингов на убыточной торговой позиции. Хотя у этого поступка было много причин, одна из них — неприятие убытка.

На первый взгляд неприятие убытка кажется вполне рациональным. Кому понравится терять деньги? Никому. Но представьте, что происходит, если вы теряете на сделке небольшую сумму. Теперь ваше стойкое неприятие убытка провоцирует извращенные поведенческие мотивы. Стремясь избежать клейма неудачника, вы пойдете на высокий и неоправданный риск.

Ник Лисон потерял миллиард фунтов не в одночасье. Вначале он понес незначительный убыток по неудачной торговой позиции. Но вместо того чтобы смириться с этой небольшой потерей, закрыв позицию, Лисон чрезвычайно увеличил ставку. Он продолжал наращивать убыточную позицию, надеясь выйти по нулям. В конечном счете именно неприятие убытков привело его к громадным и губительным убыткам.

Своим крахом Лисон обязан не только своему неприятию убытка, однако основной вывод из данного урока от этого не меняется. Неприятие убытка способно побудить человека идти на неоправданный риск и, в конечном счете, понести убытки.

---

[29] Leeson N. with Whitley E. Rouge Trader: How I Brought down Barings Bank and Shook the Financial World. — Boston: *Little Brown*, 2000.

Иррациональность №3: поиск закономерностей в случайных блужданиях

Б.Ф. Скиннер назвал один из самых известных своих экспериментов «суеверными голубями»[30]. Птиц кормили через равные промежутки времени. Скиннер вообще любил экспериментировать с голубями, поощряя их за выполнение различных действий. Закрепляя определенное поведение, он добивался того, что голуби играли в пинг-понг или даже несли бомбы. Однако в «суеверном» эксперименте Скиннер кормил голубей, ничего не требуя от них взамен, не добиваясь от них *никакого определенного поведения*. Соль эксперимента заключалась в кормлении через равные промежутки времени.

В результате эксперимента появились суеверные голуби. Хотя птицы получали корм строго по времени, они начали искать смысл в происходящем (безусловно, в действительности они не пытались отыскать смысл, учитывая их крошечный мозг и еще меньшего размера кору головного мозга). Тем не менее, их поведение начало меняться и со стороны вполне походить на рациональное. Голуби стремились воспроизводить свое поведение, предшествовавшее получению корма. Вот как пишет об этом Скиннер.

> *Одна птица привыкла совершать по клетке два или три «круга почета» против часовой стрелки. Другая многократно вытягивала голову в один из верхних углов клетки. Третий голубь выработал «кивательную» привычку, многократно просовывая голову под воображаемую перекладину и возвращаясь в исходное положение. Две птицы совершали колебательные движения — вытянутая вперед голова раскачивалась влево и вправо с чередованием резких и плавных движений.*

---

[30] Skinner B.F. "Superstition" in the Pigeon // *Journal of Experimental Psychology.* — 1947. — 38. — P. 168–172.

Эти голуби продемонстрировали классическую модель «стимул–реакция». Они воспроизводили движения, приводящие к желаемому результату, и избегали действий, дававших отрицательный результат. Фактический же результат оказался поразительным. Каждый голубь выработал свое собственное суеверное поведение. Эти суеверные голуби вели себя безрассудно, поскольку их действия никак не сказывались на конечном результате. Тем не менее эти создания с крошечным мозгом искали закономерности в своем сумасбродном экспериментальном мире. Приведем резюме профессора Скиннера.

Можно утверждать, что эксперимент демонстрирует определенного рода суеверие. Птицы вели себя так, словно существовала причинно-следственная связь между их действиями и получением корма, хотя такая связь в действительности отсутствовала.

Но ведь мы, люди, гораздо сообразительнее этих голубей? Да, благодаря нашей большой префронтальной коре. А за ее пределами — там, где властвует мозг ящера — кроются наши менее рациональные представления. Некоторые структуры мозга людей мало отличаются от соответствующих частей мозга животных, даже тех, кого принято считать весьма примитивными. Мозг ящера — это активный, хотя зачастую и молчаливый участник процесса выработки наших решений.

Ниже представлены две последовательности падений монеты орлом (О) или решкой (Р).

Последовательность А:

О-Р-О-Р-О-Р-Р-Р-О-О-Р-Р-Р-Р-Р-Р-О-Р-О-О

Последовательность Б:

Р-О-О-Р-Р-О-Р-О-О-Р-О-О-Р-О-О-Р-Р-О-Р-Р

Эти последовательности созданы различными способами. Одна — аналитически, другая же отражает реальные результаты 20 подбрасываний монеты. Таким образом, одна из последовательностей случайная, другая — сконструированная.

Где же здесь случайная последовательность реальных падений монеты? Даю две подсказки, которые помогут вам распознать неслучайную последовательность. Создавая аналитическую последовательность, я не допускал более двух орлов или решек подряд, а также строгого чередования «орел-решка-орел» более трех раз подряд.

Теперь ответ очевиден: последовательность А, содержащая длинную серию идущих подряд решек, случайна. Вариант Б представляет собой неслучайную последовательность. Однако в экспериментах такого рода люди склонны выбирать неправильный вариант ответа[31].

Дело в том, что наш мозг ящера пытается отыскать логический рисунок в алогичных процессах. Цены на акции содержат существенный случайный компонент, однако мы все равно стремимся отыскать закономерности в этом информационном шуме. Многие инвестиционные стратегии ничем не лучше (и, вероятно, не менее занимательны), чем танцы суеверных голубей.

Иррациональные Нобелевские премии

Научные битвы по поводу иррациональности на индивидуальном уровне в своем большинстве уже закончены. Получено множество доказательств того, что мы совершаем безрассудные поступки вопреки всем законам логики. Нобелевская премия по экономике за 2002 год, которую совместно получили профессора Дэниел Канеман и Вернон Смит символизирует победу тех, кто считает иррациональность фундаментальной

---

[31] Tversky A., Kahneman D. Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases // *Science*. — 1974. — 185. — P. 1124–1131.

частью человеческой природы. В следующей главе мы рассмотрим, как эта особенность людей проявляется в финансовых сферах.

Прежде чем двигаться дальше, разберемся с тем, что можно считать праотцом любых иррациональных проявлений — самоконтролем. Практически во всех моделях рационального поведения люди склонны хладнокровно жертвовать будущим ради настоящего. К примеру, следует ли мне увеличить первый взнос по ипотечному кредиту с тем, чтобы в будущем погашать долг меньшими регулярными платежами? Единственно правильный ответ — взвесить все издержки и преимущества, используя соответствующую формулу.

И хотя данный подход к поиску решения вполне рационален и я время от времени обращаюсь к нему, во многих других ситуациях решения принимаются весьма причудливо.

Примерно четыре раза в неделю у меня происходит один и тот же спор с моей женой Барбарой. Когда мы вместе возвращаемся домой на машине, я всякий раз предлагаю заехать на пустующую в это время автозаправочную станцию и заполнить бак автомобиля. И всякий раз Барбара, если только топливный индикатор еще не опасно близок к нулю, возражает: «Пожалуйста, давай не будем заезжать. Я так устала, мне хочется быстрее попасть домой».

В результате ее капризов нам приходится заезжать на станцию во время поездки по делам. Это случается преимущественно днем, когда дозаправка отнимает гораздо больше времени и нервов по сравнению с заездом на станцию поздним вечером. Однако Барбаре такой урок не идет впрок: опять наступает вечер, и опять будущее видится моей жене блаженно счастливым, без спешки и усталости.

Эти наши вечерние препирательства имеют свой юмористический аналог — игру «Сырная лавка» в исполнении скетч-группы «Монти Пайтон». Один участник, покупатель, интересуется наличием разных сортов сыра. Второй, продавец,

объясняет, почему этого сорта сыра сейчас нет (например, отсутствие особого жидкого сыра продавец объясняет фразой «его только что вылакал кот»). Каждый игрок должен придумать либо оригинальный сорт сыра, либо оригинальную причину его отсутствия. Проигрывает участник, исчерпавший свои идеи.

В нашем «бензиновом» варианте игры я предлагал все новые и новые доводы в пользу заправки вечером, а Барбара придумывала свежие причины, почему данный момент исключительно неблагоприятен для заезда на автозаправочную станцию.

Игра с автозаправкой служит простой демонстрацией проблемы самоконтроля. Большинство наших неудачных решений вызвано неравноценным компромиссом между будущим и настоящим. Мы знаем, что нам следует добросовестно работать сейчас, а развлекаться после, однако сейчас мы слишком заняты для того, чтобы так поступать.

Экономисты бихевиористской школы описали множество примеров проблемы самоконтроля. В самых разных ситуациях мы склонны придавать слишком большое значение настоящему и слишком малое — будущему[32]. Мы используем свой мозг ящера в тех ситуациях, когда лучше было бы прислушаться к префронтальной коре.

Как говорил Вуди Аллен, мозг — его второй по значимости любимый орган. Мы уже убедились, что наш мозг не является монолитным бастионом рациональности. Несмотря на наличие у нас развитой префронтальной коры, обладающей мощными аналитическими способностями, ее контроль над нашим диким, но тоже мощным мозгом ящера ограничен.

---

[32] Laibson D. Golden Eggs and Hyperbolic Discounting // *The Quarterly Journal of Economics*. — 1997. — 112. — no. 2. — P. 443–477.

БЕЗУМНЫЙ МИР
Подлые рынки и новая наука иррациональности

3

Как это рынок может быть подлым?

На Уолл-стрит ходит поговорка: «Рынки изменяются так, чтобы разочаровать большинство людей». И это очень похоже на правду. Еше одна примета: при доминирующем оптимистическом настрое инвесторов рынки, скорее всего, пойдут вниз, тогда как пессимистические настроения служат предвестниками рыночных подъемов. Чем сильнее инвесторы проявляют эмоции, тем существеннее движения рынка, однако в сторону, противоположную ожиданиям.

«Подлый» — это характеристика рынка, на котором инвесторы регулярно упускают выгодные возможности. На таком рынке наш мозг ящера заставляет нас покупать перед самым обвалом рынка и спешно продавать как раз накануне подъема. Если рынки способны создавать нам такие эмоциональные встряски, которые, кроме всего прочего, болезненно бьют по карману, они действительно заслуживают характеристики «подлые». Однако на самом ли деле рынки — подлые, призванные регулярно разочаровывать нас?

Только один рынок никогда не ведет себя подло, и это — рациональный рынок. Проверьте данное утверждение самостоятельно. Попытайтесь намеренно неверно предсказать, какой

стороной упадет подброшенная монета. К примеру, сделайте это в серии из 100 подбрасываний. Вы убедитесь, что при всем вашем желании ошибиться вам удастся это не намного чаще, чем в половине случаев. И такой результат вы получите независимо от того, с помощью чего пытались строить догадки — астрологии, рекомендаций знакомых или соображений вероятности падения монеты орлом. Поскольку нефальшивая монета непредсказуема, она окажется одинаково жестокой (и благоприятной) по отношению к любым попыткам предсказания.

На рациональном рынке движения цен аналогичны поведению подбрасываемой монеты. На таком рынке вероятность роста в краткосрочной перспективе почти в точности составляет 50%. Более того, как и в случае с монетой, ничто на таком рынке не поможет предсказать движения цены. Здесь любая стратегия прогноза будущих цен окажется не более чем гаданием. К сожалению, чтобы преуспеть на рациональном рынке, нужно быть весьма удачливым. Но к счастью, на таком рынке практически невозможно понести ощутимые убытки.

Следовательно, подлый рынок не может быть рациональным. Ниже мы сначала обсудим вопрос рыночной рациональности, после чего снова вернемся к подлым (и благоприятным) рынкам.

Безумны ли рынки?

Мы убедились, что люди порой безрассудны. В дополнение к собранным за несколько последних десятилетий научным свидетельствам, рассмотренным в главе 2, наш повседневный опыт подсказывает нам, пусть и на отдельных примерах: мы не настолько рациональны, как привыкли об этом думать (или, по крайней мере, как это предполагают экономисты старой школы).

Хотя вопрос об иррациональности на индивидуальном уровне можно считать решенным, это еще не служит достаточным

доказательством в пользу иррациональности рынков. Что произойдет, если собрать безрассудных людей в одну группу? Приведет ли это к еще большему хаосу, или же воцарится порядок? Выяснилось, что возможно как первое, так и второе.

В феврале 2004 года сотни людей погибли в давке неподалеку от Мекки в Саудовской Аравии. В процессе хаджа огромное число паломников-мусульман участвовали в религиозном ритуале: побивали камнями колонну, символизирующую дьявола. Толпа задавила несчастных, когда находящиеся сзади стали проталкиваться вперед, чтобы подоспеть к колонне во-время. В истории этого обряда имеется множество случаев смертельных давок, вызванных огромными толпами паломников, участвующих в хадже.

Фанатизм поклонников рок-музыки сродни проявлениям религиозного исступления, что оборачивается летальными исходами на многих концертах. В 1979 году 11 человек погибли на концерте группы Who в Цинциннати. Причины давки зачастую малозначительны, однако когда собирается вместе большое количество людей, результаты бывают плачевными.

Один из выживших участников давки, случившейся на концерте Pearl Jam и унесшей жизни восьми человек, вспоминал: «Все было здорово, и мы просто хотели подобраться поближе к сцене». Все было здорово до тех пор, пока «давление задних рядов не стало слишком сильным», — желание лучше рассмотреть сцену обернулось смертью. Аналогично этому 53 человека погибли после концерта в давке, произошедшей в Минске, когда внезапно начавшаяся гроза заставила сотни людей искать убежище в подземном переходе станции метро. Торопясь укрыться от грозы, несколько девушек на высоких каблуках споткнулись и упали, что и вызвало смертельную цепную реакцию.

В случае давок коллективные действия группы людей, каждый из которых может поступать вполне рационально, имеют крайне плачевный итог. При этом система в целом способствует усилению изначальной проблемы.

В противоположность этому существуют ситуации, в которых правильное руководство способно превратить толпу неуправляемых людей в эффективно действующую команду. Я вспоминаю об одной такой ситуации всякий раз, когда летаю на самолете. Обычно процесс посадки крайне неэффективен. Получив разрешение на посадку, все пассажиры одновременно устремляются вперед, пытаясь быстрее поместить свою ручную кладь в верхние багажные отсеки. Всякий раз, пробираясь к своему месту, я вынужден ждать, пока освободится проход в салоне.

И какой же яркий контраст с такой неразберихой составила посадка в самолет, когда я однажды возвращался из Франкфурта в США крайне переполненным рейсом. Вместо того чтобы позволить пассажирам устраивать заторы на борту, один из служащих организовал исключительно эффективный — я бы даже сказал волшебно эффективный — процесс посадки.

Благодаря незначительным усилиям этот мудрый работник аэропорта провел посадку так, что пассажиры 56-го ряда оказались в голове очереди, пассажиры 55-го ряда за ними, и т. д. При такой организации не было толкотни в проходах, и несколько сотен пассажиров заняли свои места на борту за считанные минуты и без проблем. То было поистине чудо, о повторении которого я мечтаю при каждом очередном авиаперелете.

На пути к своей Нобелевской премии профессор Вернон Смит продемонстрировал, что данный феномен характерен не только для описанной ситуации посадки на авиалайнер. В некоторых случаях результат намного превосходит ожидания. В своих работах профессор Смит исследовал таинство совпадения спроса и предложения.

Изученный им вопрос имеет отношение к следующей шутке: сколько нужно экономистов, чтобы вкрутить лампочку? Ни одного. Это сделает невидимая рука.

Действительно, почему, заходя в небольшой магазинчик, расположенный в нашем многоквартирном доме, за пять минут

до его закрытия, я уверен, что найду там упаковку шоколадного сливочного мороженого Ben & Jerry's? Ответ, как писал Адам Смит, звучит так: владелец магазина, подчиняясь действию рыночных законов, практически волшебным образом предлагает товары, которые мне нужны (или, в данном случае, которые нужны моей жене Барбаре).

Профессор Вернон Смит установил, что спрос и предложение действуют гораздо эффективнее, чем ожидалось. Экономисты уже давно доказали: спрос и предложение хорошо согласуются в ситуациях, когда люди поступают рационально и располагают исчерпывающей информацией. Но профессор Вернон Смит показал, что даже тогда, когда люди вообще не имеют информации (а сами, к тому же, поступают иррационально), спрос и предложение все равно демонстрируют свою волшебную силу. Коллективная эффективность порой проистекает из индивидуальной неосведомленности и иррациональности[1].

Значит, даже располагая свидетельствами индивидуального безрассудства, нельзя исключать, что группы людей, действующие на рынках, будут принимать рациональные финансовые решения. Однако остается открытым вопрос: на что больше похожи финансовые рынки — на людскую давку, усиливающую незначительные проблемы, или на чудесную посадку на самолет, когда руководство безрассудными людьми приводит к эффективному результату?

Гипотеза эффективных рынков

Среди финансистов принято считать, что рынки устраняют индивидуальную иррациональность. «Гипотеза эффективных рынков» констатирует: подобно тому, как индивидуальная заинтересованность людей позволяет мне даже поздно вечером найти мороженое для жены в местном магазинчике, так

---

[1] Smith V.L. An Experimental Study of Competitive Market Behavior // *The Journal of Political Economy*. — 1962. — 70. — P. 111–137.

и рыночные цены подталкиваются к «правильному» уровню эффективной невидимой рукой.

Недавно я применил гипотезу эффективных рынков для решения бытового вопроса. Правление нашего многоквартирного дома сделало ремонт в нашем небольшом спортзале, после чего из него исчез турник — единственный спортивный снаряд, которым я пользуюсь регулярно. Пытаясь пролоббировать установку нового турника, я посетил заседание домоуправления. И там с удивлением узнал, что домоуправление рассматривало возможность потратить почти полмиллиона долларов (часть из которых была моей) на покупку квартиры для управдома.

Одним из аргументов в пользу покупки служил анализ, согласно которому покупка квартиры была «беспроигрышной» сделкой. Поскольку недалеко от нашего дома расположены Гарвард и Массачусетсский технологический институт, здесь ожидается устойчивый спрос на жилье, поэтому стоимость квартиры со временем определенно возрастет, резюмировали сторонники идеи.

И хотя я пришел поговорить о бицепсах, заявление о «беспроигрышной» сделке вынудило меня вступить в дискуссию. Я спросил: «Если цена квартиры настолько низкая, что в будущем определенно возрастет, то почему владелец соглашается продать ее?»

Домоуправление сочло этот вопрос исполненным великой мудрости и пригласило меня посещать будущие заседания. Мой вопрос таки содержал мудрость, однако это была не моя заслуга, а француза по имени Луи Башелье[2]. Башелье, бывший аспирантом почти 100 лет назад, рассматривал похожий вопрос применительно к финансовым рынкам.

Он предполагал, что если при торговле между двумя людьми сделка окажется выгодной для одной стороны, значит, она невыгодна для другой. Таким образом, когда обе стороны

[2] Bachelier L. Theorie de la Speculation. — Paris: *Gauthier-Villars*. 1900.

стремятся получить прибыль, они обязательно придут к некоторой обоснованной цене.

По мнению Башелье, колебания цены происходят вследствие появления новой информации. Другими словами, лишь непредвиденные новости способны изменять цену акций, недвижимости, облигаций и других активов. И поскольку изменение цены происходит только под влиянием непредвиденной новой информации, Башелье высказал еретическое для своего времени утверждение: предсказать колебания цен невозможно. Рассуждая аналогично, можно сделать вывод, что на рынке недвижимости в принципе отсутствует возможность заключить «беспроигрышную» сделку.

Взгляды Башелье, ставшие ныне общепринятыми, были весьма смелыми для своего времени. Даже руководители прогрессивного аспиранта критиковали его работу, а ее результаты в своем большинстве оставались невостребованными. Остаток своей жизни Башелье провел в относительной безвестности и умер в 1946 году, так и не дождавшись признания. Но вскоре после его смерти предложенные им концепции были переформулированы в гипотезу эффективных рынков, которая в 1970-х годах прорвалась в университеты, а затем и на Уолл-стрит[3].

По словам Бартона Мэлкила, автора книги «Случайная прогулка по Уолл-стрит», сегодня взгляды Башелье можно выразить следующим образом: «Даже шимпанзе, при игре в дартс наобум метающая дротики в разложенные перед нею различные ценные бумаги, составит столь же эффективный инвестиционный портфель, как и сформированный экспертами». Книга Мэлкила увидела свет в 1973 году и стала частью огромной интеллектуальной волны, изменившей мир инвестиций[4].

---

[3] Bernstein P. Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street. — New York: *Free Press*, 1992.

[4] Malkiel B. A Random Walk Down Wall Street. — New York: *Norton*, 1973.

ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

Если гипотеза эффективных рынков верна, инвестору не стоит опасаться покупки акций по завышенной цене. Поскольку, согласно этой гипотезе, цена на акции никогда не бывает слишком высокой, а сам рынок никогда не бывает подлым.

В пору великого «бычьего» рынка 1980–1990-х годов популярность идей об эффективном рынке и преимуществе инвестирования в акции возросла невероятно. Суперобложка книги профессора Джереми Сигела «Акции — для длительной игры» издания 1998 года украшена лозунгом: «Акции действительно *менее рискованны, чем банковские депозиты!*» (курсив и знак восклицания оригинала)[5].

Заявление о том, что инвестиции в акции безопаснее банковских депозитов, звучит сегодня довольно глупо (не зря же его убрали с суперобложки последующих изданий книги). Тем не менее, если рынки рациональны, то совет профессора Сигела — «акции должны составлять львиную долю любого долгосрочного финансового портфеля» — благоразумен.

Если же рынки не рациональны, то инвесторам следует остерегаться покупки акций по иррационально высоким ценам. Впрочем, как и продажи акций по иррационально низким ценам. С осторожностью надо подходить также к ценам на недвижимость, облигации, золото и любые другие активы.

Суть гипотезы эффективных рынков заключается в том, что выгодная сделка для одной стороны будет невыгодной для другой. Таким образом, никто не хочет продавать по иррационально низкой цене и никто не хочет покупать по иррационально высокой цене.

Гипотеза эффективных рынков — это красивая теория. Но верна ли она?

---

[5] Siegel J.J. Stocks for the Long Run. 2 ed. — New York: *McGraw-Hill*, 1998.

Даже если у нее есть фотографии, все равно все отрицай!..

«То был не я».

Поп-исполнитель Шэгги советует так оправдываться мужчинам, уличенным в измене. «Вошла жена и застукала меня на горячем, когда я кувыркался с соседкой». Как же следует правильно поступать в подобных ситуациях, согласно Шэгги? Все отрицать, заявляя «то был не я». Даже когда имеются фотографии, Шэгги настаивает на своем способе защиты — «то был не я».

В одном из своих монологов великий комик Ленни Брюс высказал похожую философию: «Вот есть же такие парни, которые жалуются: "Я, как налево схожу, так должен потом жене признаться. Ну не могу жить с этой ложью, должен быть честным с самим собой"».

На это Брюс советует следующее: «Приятель, если ты любишь свою жену, действительно любишь ее, никогда не признавайся ей в своих похождениях! Женщины не хотят такого слышать! Даже если у нее есть фотографии — все отрицай!.. Э-э, дорогуша, ума не приложу, как эта шлюха сюда попала. У нее на шее висела табличка "Я больна диабетом. Ляг на меня, иначе я умру", так что я просто исполнил свой христианский долг. Да я понятия не имею, почему мои трусы надеты наизнанку. Ах, задом наперед? Тоже ничего не знаю».

Те, кто отстаивают состоятельность гипотезы эффективных рынков, следуют схожей тактике защиты. Сталкиваясь со свидетельствами рыночной иррациональности, они попросту отрицают их («то был не я»).

А примеры рыночной иррациональности не менее убедительны, чем фотографические свидетельства супружеской измены, и обнаружить их можно повсюду. Так, различного рода финансовые «пузыри» возникали в прошлом во всех странах, где существовали рынки. Самым известным примером стала «тюльпаномания», имевшая место в Голландии в XVII веке.

В 1635 году, на пике спекулятивного безумия, цена одной луковицы тюльпана превышала стоимость добротного дома в Амстердаме[6].

Можно ли назвать рациональной покупку луковицы тюльпана за сумму, эквивалентную стоимости дома? Это выглядит особенно странно, учитывая, что одна луковица способна воспроизвести бесконечное число луковиц. Пусть тюльпаны и не плодятся как кролики, они все же размножаются достаточно активно, из-за чего невозможно длительное время сохранять высокие цены. Вскоре последовал крах голландского рынка тюльпанов, при этом некоторые сорта этих цветов потеряли 90% цены в течение нескольких недель. (Для сравнения: прошло два года, прежде чем акции *Sun Microsystems* потеряли 90% курсовой стоимости после своего ценового максимума 2000 года.)

Непомерные цены на луковицы тюльпанов перед рыночным крахом и их последующее стремительное падение свидетельствуют о рыночной иррациональностьи. Как мы увидим далее, ярые приверженцы гипотезы эффективных рынков отрицают, что случаи рыночного ажиотажа и краха говорят об иррациональности рынков. («То был не я».)

Хотя рынки и сегодня ведут себя так же, как и на протяжении столетий. в последние годы споры об иррациональности изменились кардинальным образом. Теория финансового бихевиоризма предложила новые научные свидетельства рыночной иррациональности. Во многих случаях новые исследования статистически подтверждают народную мудрость.

Ниже мы рассмотрим некоторые бесспорные свидетельства рыночной иррациональности, как исторические, так и новые, а также возражения сторонников гипотезы эффективных рынков. (Если вы уже согласились с тем, что рынки иррациональны,

---

[6] MacKay C. Memoirs of Extraordinary Popular Delusions. — London: *R. Bentley*, 1841.

то сразу переходите к разделу «Почему профессора летают эконом-классом, а спекулянты владеют авиалайнерами».) Я утверждаю, что невозможно доказать иррациональность рынков, однако свидетельства их иррациональности неоспоримы. На что ярые приверженцы гипотезы эффективных рынков, конечно же, ответят: «То был не я».

Свидетельство №1. Крахи фондового рынка

В понедельник 19 октября 1987 года промышленный индекс Доу Джонса упал на 23%. К полудню следующего дня фондовый рынок оказался на грани кризиса, и некоторые инвесторы опасались полного коллапса рынка. Федеральная резервная система США, возглавляемая недавно назначенным Аланом Гринспэном, предприняла определенные шаги по спасению рынка, выступив поручителем ряда торговых сделок. 20 октября пополудни рынок вернулся к своему прежнему уровню.

Многие эксперты исследовали причины краха 1987 года. Наиболее известны два независимых исследования, из которых одно провел профессор Роберт Шиллер, автор книги «Иррациональное богатство», а другое — его друг, профессор Джереми Сигел, автор работы «Акции — для длительной игры»[7].

Эти два ученых мужа зачастую занимают разные позиции в спорах о фондовом рынке. Профессор Шиллер утверждает (небезосновательно), что в конце 1990-х годов цены на акции были завышены. В противоположность ему профессор Сигел придерживался неизменно положительного взгляда на акции до, во время и после обвала фондового рынка в 2000 году. Благодаря их противоположным мнениям относительно перспектив акций, этих профессоров часто противопоставляют как предводителей «медвежьего» и «бычьего» лагерей.

Однако в отношении причин краха 1987 года взгляды профессоров Шиллера и Сигела совпадают. У этого биржевого

---

[7] Shiller R. Irrational Exuberance. — Princeton, NJ: *Princeton University Press*, 2000.

кризиса не было рациональной причины, такой, например, как важные новости. Профессор Шиллер заключает: «Не было никаких новостей или слухов, появившихся 19-го числа или в течение предшествующих этому дню выходных, которые стали бы причиной подобных действий инвесторов»[8]. Ему вторит профессор Сигел: «Никакие экономические события, имевшие место 19 октября 1987 года или накануне этой даты, не способны объяснить беспрецедентный обвал цен на акции»[9].

И всем нам хорошо известно, что начавшееся в 2000 году падение рынка NASDAQ было не столь драматичным, как крах 1987 года, однако более болезненным и продолжительным. В таблице 3.1 представлен курс ведущих акций, иногда называемых «четырьмя новыми фаворитами NASDAQ».

Таблица 3.1

Падение и частичное восстановление курса четырех новых фаворитов NASDAQ

Акции	*Пик ажиотажа (2000 год)*	*Минимальное значение после ажиотажа*	*Текущее значение (июль 2004 года)*
Cisco	Свыше 80 долл.	8 долл.	23 долл.
EMC	Свыше 100 долл.	4 долл.	11 долл.
Oracle	Свыше 45 долл.	8 долл.	12 долл.
Sun Microsystems	Свыше 60 долл.	Менее 3 долл.	4 долл.

. Газета W all Street Journal

Данные таблицы свидетельствуют о том, что курс акций был либо иррационально высоким до обвала, либо иррационально низким после него. Очевидно, акции *Cisco* по 80 долл. —

---

[8] Shiller R. Investor Behavior in the 1987 Stock Market Crash: Survey Evidence / Cowles Foundation Discussion Papers. — 1987. — № 853.

[9] Siegel J. The Stock Market Crash of 1987: A Macro-Finance Perspective / Rodney L. — White Center for Financial Research Working Papers. — 1988. — № 24-88.

это иррационально дорого, а по 8 долл. — иррационально дешево.

Отрицание. Адепты гипотезы эффективных рынков отрицают факт того, что внезапное изменение курса свидетельствует об иррациональности. Более того. как они заявляют, курс акций *Cisco* (и всех других) был на тот момент правильным. Иначе говоря, они утверждают, что падение курса акций *Cisco* с 80 долл. до восьми было спровоцировано непредвиденной информацией, которую инвесторы не знали в период ценового максимума.

Это утверждение основано на том соображении, что текущий курс акций отражает их дисконтированную будущую стоимость. К примеру, курс акций *Cisco* в 2000 году зависит от политики Китая в отношении импорта на 2010 год. Таким образом, даже незначительное изменение ожиданий инвесторов в отношении будущей политики импорта Китая способно привести к значительным колебаниям курса этих акций. И гигантские ценовые скачки будут рациональными, даже если в мире ничего конкретно не изменилось.

Итак, хотя профессора Шиллер и Сигел не называют причину краха 1987 года, ее можно объяснить как рациональную реакцию инвесторов на изменение их ожиданий относительно будущего. Поскольку нам не известно, каковы были эти ожидания, мы не можем назвать внезапное изменение курса акций иррациональным.

Фотографическое свидетельство. Ажиотаж в лабораторных условиях

В условиях реального мира никогда не удастся доказать, что ажиотаж и крах случаются вследствие иррациональности. Возможно, реальные крахи вызваны изменением неизвестных переменных. Для изучения природы ажиотажа экономисты создали искусственную модель фондового рынка, на котором вся информация известна всем его участникам. На этом

экспериментальном рынке любой возможный ажиотаж или крах инициируется только его участниками.

Профессору Вернону Смиту и его коллегам удалось установить, что ажиотажи и крахи случаются даже на искусственном рынке. В этих экспериментах их участники торговали акциями за настоящие деньги. В отличие от реального фондового рынка, в данном случае инвесторам известна истинная стоимость акций. Тем не менее участники данной искусственной среды иррационально высоко поднимали цены, после чего следовал их обвал[10].

В условиях искусственного рынка не существует иного объяснения ажиотажа и краха, кроме того, что они возникают естественным образом в силу самой человеческой природы. Истинные поборники рационального рынка возражают на это, что такова ситуация только на искусственном рынке, тогда как реальный рынок довольно скоро вытеснит инвесторов, торгующих по иррациональным ценам.

«То был не я».

Свидетельство №2. Рынки не просто иррациональны — они еще бывают подлыми

Инвесторы, похоже, обладают сверхъестественными способностями делать неудачные инвестиции. Мы склонны переполняться оптимизмом как раз накануне рыночных крахов и питать пессимистические настроения в преддверии рыночного подъема. На рис. 3.1 отражена непростая судьба американских инвесторов в 1965–1981 годы.

Промышленный индекс Доу Джонса закончил 1965 год на отметке 969 пунктов, а 16 лет спустя оказался на уровне 875 пунктов. Практически целое поколение инвесторов фондового

---

[10] Smith V.L., Suchanek. G.L. et al. Bubbles, Crashes and Endogenous Expectations in Experimental Spot Asset Markets // *Econometrica*. – 1988. 1 56. – P. 1119–1151.

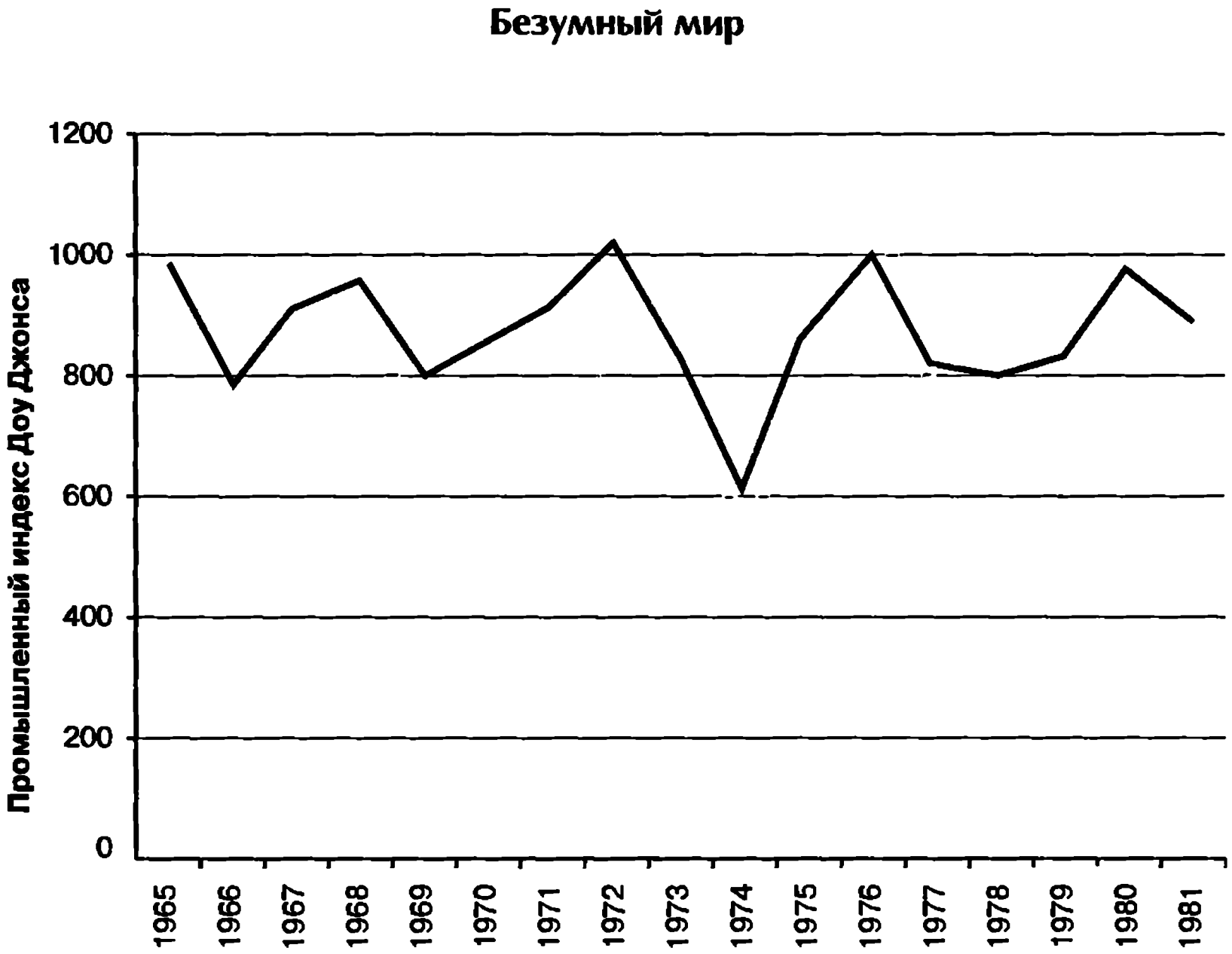


Рис. 3.1. Поколение бесприбыльных акционеров

. Dow Jones

рынка все это время топталось на месте. Ближе к концу этого периода люди почти забыли о рынке акций, и в 1980 году лишь 5,7% американских семей владели паями взаимных фондов[11].

В 1979 году издание *Business Week* опубликовало свой печально известный выпуск «Кончина акций», в котором рекомендовало инвесторам держаться подальше от этих ценных бумаг. Иллюстрация на обложке изображала катастрофу бумажного аэроплана, сделанного из сертификатов о правах собственности на акции. По версии издания, в обозримом будущем акции не сулили инвесторам ничего хорошего, а «старое правило вкладывать свои личные или пенсионные сбережения в покупку акций солидных компаний попросту исчезло»[12]. Но этот глубокий пессимизм в отношении акций

---

[11] Институт инвестиционных компаний, *www.ici.org*, справочник за 2004 год, с. 88.

[12] The Death of Equities: Why the Age of Equities May Be Over // *Business Week*. — 1979. — August 13.

в конце 1970-х годов совпал по времени с наилучшей за весь XX век возможностью для покупки акций (рис. 3.2).

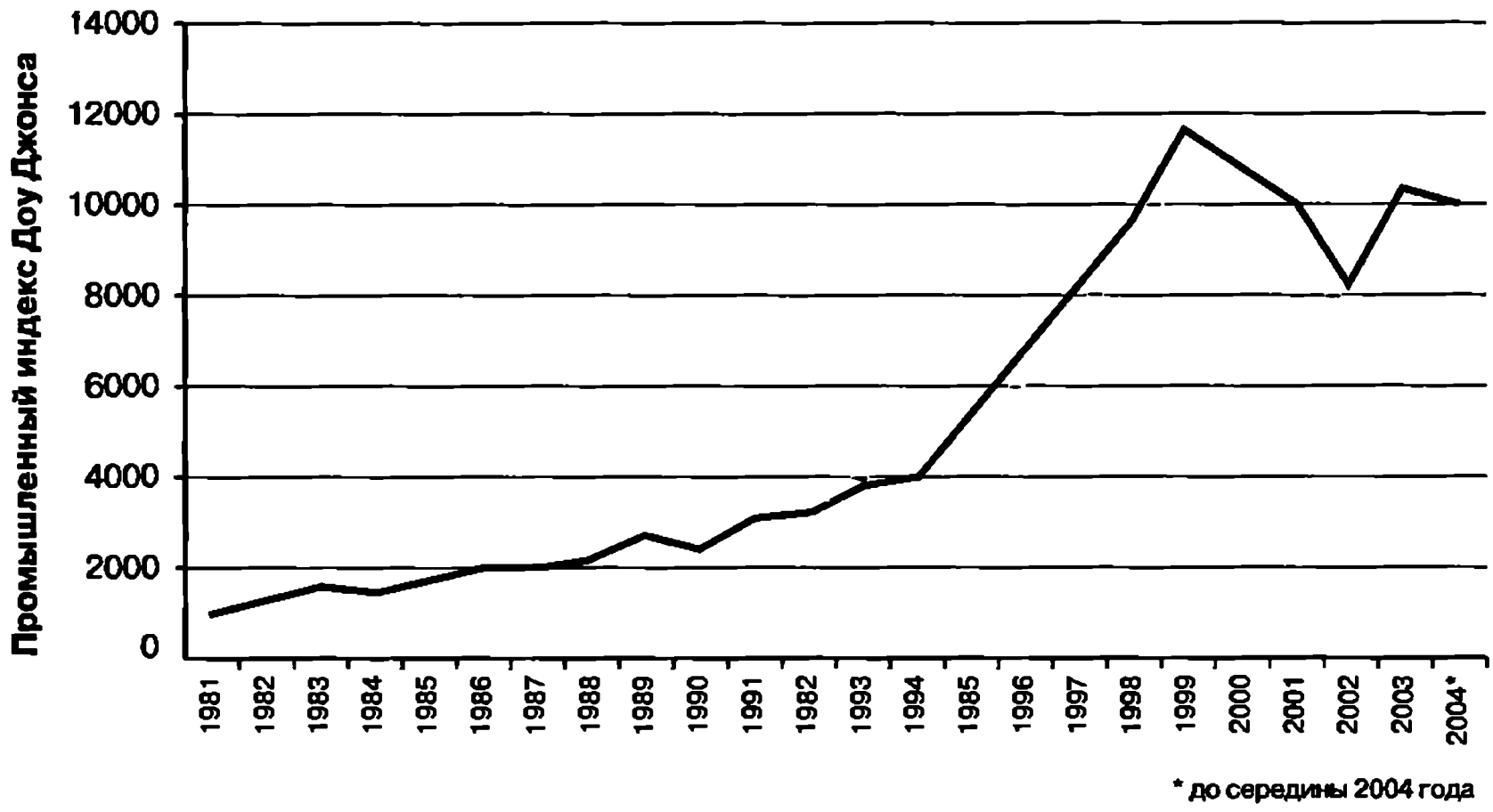


Рис. 3.2. Все «бычьи» рынки зародились в пору нелюбви к акциям
. Dow Jones

Как видно из рис. 3.2, рост индекса Доу, начиная с конца 1981 года и по сегодняшний день, составил почти 1000%, причем в этих расчетах не учтен доход в виде дивидендов. По мере роста фондового рынка в 1980-е и 1990-е годы мнение инвесторов об акциях менялось от унылого до восторженного. Население постепенно переводило свои сбережения в акции. Ко времени рыночного пика 2000 года почти половина американских семей владела паями взаимных фондов[13]. В это же время консультанты с Уолл-стрит рекомендовали на 70% заполнять инвестиционный портфель акциями — беспрецедентная доселе рекомендация[14]. Но мы уже знаем, чем закончилась эта «счастливая» история: эйфория по поводу акций достигла

---

[13] Институт инвестиционных компаний, *www.ici.org*, справочник за 2004 год, с. 88.

[14] Prechter R. Conquer the Crash: You Can Survive and Prosper in a Deflationary Depression. — Hoboken, New Jersey: *John Wiley & Sons*, 2002. — Figure 7.1.

своего пика в 2000 году, что совпало с началом одного из худших «медвежьих» рынков со времени Великой депрессии.

Появление доминирующего мнения служит предвестником рыночных поворотов. Оптимистические настроения зачастую предвосхищают падение рынка, тогда как преобладающий пессимизм порой предшествует рыночному благоденствию. Публикой с Уолл-стрит движет жадность и страх. Забавно, что наш мозг ящера делает нас жадными тогда, когда следовало бы осторожничать, но пугливыми в периоды, благоприятные для жадности.

Наша способность воодушевляться в неподходящее время распространяется даже на операции с конкретными акциями. Профессор Терранс Один исследовал фактическую активность на фондовом рынке десяти тысяч рядовых инвесторов[15]. В частности, он проанализировал сделки тех инвесторов, которые в течение нескольких дней успевали продать одни акции и взамен приобрести другие. Профессор Один также сравнил доходность проданных и купленных им на смену акций.

Каких же результатов добились эти энергичные инвесторы? Вспомним, что на рациональных рынках доходность проданных акций равнялась бы (в среднем) доходности приобретенных акций. А что же произошло на самом деле? Как пишет профессор Один, «в течение последовавшего года доходность по купленным акциям оказалась на 3,3% ниже доходности проданных». Получается, что эти инвесторы с энтузиазмом покупали или под действием пессимистических настроений продавали в самое неподходящее время. Их мнение о рыночных перспективах оказалось прямо противоположным действительности.

Гипотезой эффективных рынков часто подкрепляют утверждение о невозможности совершить выгодную сделку.

---

[15] Odean T. Do Investors Trade Too Much? // *American Economic Review*. — 1999. — 89. — P. 1279–1298.

«Не тратьте понапрасну время, выискивая недооцененные акции. Если бы таковые имелись, кто-нибудь другой уже давно купил бы их». В таком случае справедливо и обратное, о чем зачастую умалчивают: на рациональных рынках точно так же было бы невозможно постоянно принимать неудачные инвестиционные решения. «Не тратьте понапрасну время на беспокойство о том, что, не вовремя поддавшись оптимизму, вы купите переоцененные акции. Если бы таковые имелись, их бы уже продали».

Профессор Один установил, что для охваченных его исследованием инвесторов рынки оказались подлыми. Действия этих людей абсолютно не согласовались с тенденциями рынка. Они продавали растущие акции и покупали акции с падающим курсом. Ни то ни другое не имело бы места, происходи события в соответствии с гипотезой эффективных рынков. Все акции имели бы обоснованную цену, поэтому было бы невозможно регулярно принимать ошибочные решения.

В одном из эпизодов фантастического мультфильма «Джетсоны» фигурирует мобильный игральный автомат, который колесит по улицам, соблазняя потенциальных игроков фразой «С меня уже причитается». Подразумевалось, что уже давно никому не удавалось сорвать джек-пот, поэтому именно сейчас удачная возможность рискнуть парой баксов в обмен на шанс крупного выигрыша. В результате какой-то счастливчик таки срывает джек-пот. Автомат рассчитывается с игроком и катит восвояси, повторяя «С меня уже причитается».

В действительности с игральных автоматов никогда не «причитается». Конструктивно они полностью забывают прошлое. Или, на языке математической вероятности, игральный автомат «лишен памяти». Шанс выигрыша сразу после выпадения джек-пота точно такой же, как и шанс сорвать джек-пот на автомате, на котором годами не выпадал крупный выигрыш.

Гипотеза эффективных рынков утверждает, что фондовый рынок подобен идеальному игральному автомату. Ничто

не предвещает завтрашних колебаний курса акций. Таким образом, будь утверждение о том, что оптимизм инвесторов предшествует упадку рынка (и падению курса акции), верным, это стало бы свидетельством иррациональности и подлости рынков.

Отрицание. Адепты гипотезы эффективных рынков отрицают факт того, что доминирующие среди инвесторов настроения каким-то образом обуславливают последующие ценовые колебания. Они считают свидетельство презрительного отношения к акциям в конце 1970-х годов (например, статью «Кончина акций») эпизодическим и потому ненаучным. А исследования профессора Одина, подтверждающие иррациональность, содержат какие-нибудь ошибки.

Фотографическое свидетельство. Научное подтверждение способности доминирующего мнения предсказывать ценовые колебания

Профессор Ричард Тейлер, патриарх бихевиористской школы, и профессор Вернер де Бон системно проанализировали доминирующие в среде инвесторов настроения[16]. В качестве предпосылки ученые выдвинули гипотезу, что инвесторы благосклонны по отношению к растущим акциям и разочарованы в падающих акциях. Таким образом. будущие финансовые показатели нелюбимых инвесторами акций (проигравших) превысят результаты предпочтительных для инвесторов акций (победителей).

Далее профессора Тейлер и де Бон предположили: чтобы заработать на акциях, надо покупать столь неприятных инвесторам проигравших. Они системно исследовали статистические данные о сотнях акций за многолетний период. Для каждого такого периода они формировали один портфель из акций,

[16] DeBondt W. Thaler R. Does the Stock Market Overreact? // *Journal of Finance.* — 1985. — 40. — P. 793–808.

бывших накануне данного периода победителями, а второй портфель — из бывших акций-неудачников. Затем сравнивали показатели обоих портфелей.

В этом исследовании предстояло выяснить состоятельность прогнозов на основании одного из двух представлений: рынки рациональны или иррациональны. Если гипотеза эффективных рынков истинна, то ничто нельзя считать предвестником будущих ценовых колебаний. Другими словами, в случае рациональных рынков финансовые показатели обоих портфелей (составленного из акций-проигравших и составленного из акций-победителей) должны быть одинаковыми.

Однако профессора Тейлер и де Бон обнаружили, что и отдельные акции подчиняются закономерностям, действующим на рынке в целом: подъему цены предшествовал пессимизм, а за оптимистическим настроением следовал обвал цен. Приведем слова самих исследователей: «Портфели, сформированные из 35 акций-проигравших, через три года обогнали рынок в среднем на 19,6%. В противоположность им портфели из акций-победителей отстали от рынка в среднем примерно на 5%».

Результаты этого исследования опубликовало престижное издание *Journal of Finance*. Они противоречат гипотезе эффективных рынков, согласно которой на рынке, лишенном памяти, никак не отражаются исторические данные. Свидетельства, противоречащие гипотезе эффективных рынков, также были получены в ходе множества других исследований в области финансового бихевиоризма. (Профессор Тейлер собрал и опубликовал 21 такое исследование в работе «Достижения финансового бихевиоризма»[17].) Оппоненты на это возражают: исследования, мол, надуманны, а люди, торгующие по иррациональным ценам, рано или поздно просто будут вытеснены с рынка.

«То был не я».

---

[17] Thaler R. ed. Advances in Behavioral Finance. — New York: *Russell Sage Foundation*, 1993.

Свидетельство №3. Некоторые богатеют, продавая дорого и покупая дешево

На протяжении последних 40 лет Уоррен Баффетт увеличивал активы своего инвестиционного фонда *Berkshire Hathaway* на 22,2 сложных процента в год. В тот же период индекс S&P 500 рос в среднем лишь на 10,4% в год. Тысяча долларов, отданных в управление Уоррену Баффетту в начале этого срока, в конце 2003 года превратилась бы в сумму, равную 2 594 850 долл., тогда как аналогичная инвестиция в индекс S&P 500 принесла бы всего 47 430 долл.[18]

Похоже, Уоррен Баффетт может похвастать весьма впечатляющей историей покупок и продажи по выгодным ценам — ценам, само существование которых исключает гипотеза эффективных рынков. Более того, Уоррен Баффетт, похоже, инвестирует гораздо успешнее, чем известная нам шимпанзе, наобум метающая дротики в разложенные перед нею различные ценные бумаги.

Стратегия Уоррена Баффетта заключается в активном поиске недооцененных инвестиционных возможностей. Приведем выдержку из его послания акционерам в 2003 году.

> *При равнозначных оценках стоимости покупка предприятий для нас гораздо предпочтительнее, чем покупка акций. Однако на протяжении большей части нашей деятельности акции представляли собой более дешевую инвестиционную альтернативу. Таким образом, наша стратегия распределения средств сильно тяготела к операциям с ценными бумагами... Впрочем, в последнее время все труднее отыскать значительно недооцененные акции.*

---

[18] Отчет компании *Berkshire Hathaway* за 2003 год, с. 2.

Итак, по мнению Уоррена Баффетта, на рынке иногда можно отыскать недооцененные акции. Он также отмечает, что сегодня на фондовом рынке мало выгодных инвестиционных возможностей. Будь гипотеза эффективных рынков истинной, не существовало бы более благоприятных или менее благоприятных периодов для покупки акций; все цены всегда были бы обоснованными. Получается, что Уоррен Баффетт разбогател, действуя в точности вопреки тому, как следовало бы вести себя на рациональном рынке.

Отрицание. Приверженцы гипотезы эффективных рынков утверждают, что успех Уоррена Баффетта объясняется вовсе не его инвестиционным мастерством. В качестве аргумента они предлагают следующий мысленный эксперимент. Соберите вместе 1024 человека. Пусть каждый из них подбросит монету десять раз. В среднем один из участников выбросит десять орлов кряду. Теперь назовите этого человека Уорреном Баффеттом.

Другими словами, среди множества финансовых управляющих кому-нибудь из них по чистой случайности посчастливится добиться существенных успехов. Но, согласно гипотезе эффективных рынков, великолепная торговая история не гарантирует успеха в будущем.

Фотографическое свидетельство. Предсказание падений монеты

Если своими прошлыми успехами Уоррен Баффетт обязан исключительно удаче, то, согласно гипотезе эффективных рынков, в следующем году он вряд ли превзойдет среднерыночные показатели или инвестиционные результаты играющей в дартс обезьяны. В упомянутом выше умозрительном эксперименте у счастливчика, выбросившего десять орлов подряд, при следующем броске монеты с 50%-й вероятностью может снова выпасть орел, равно как и у горемыки, выбросившего подряд десять решек.

Профессор Тейлер учредил инвестиционную фирму (управляемую Расселом Фуллером), стратегия которой заключается в систематическом поиске иррациональных рыночных возможностей. Инвестиционные решения фирмы принимаются с учетом изысканий в области финансового бихевиоризма. Хотя фирма еще очень молодая, результаты ее деятельности показательны: на конец 2003 года шесть фондов фирмы превысили свои запланированные показатели в среднем на 8,1% в год[19]. Конечно, оппоненты на это возразят: результатом своей деятельности фонды Фуллера и Тейлера, равно как и Уоррен Баффетт, обязаны везению, а не умению.

Нельзя знать наверняка, чем именно обусловлены определенные результаты — удачей или мастерством. Примечательно, однако, следующее: результаты деятельности ни одного инвестора не способны опровергнуть гипотезу эффективных рынков. Сколько бы еще успешных лет ни ожидали Уоррена Баффетта или фирму Фуллера–Тейлера, защитники гипотезы эффективных рынков всегда могут списать успехи на чистую случайность.

«То был не я».

Гипотеза, прикидывающаяся теорией

Во время американо-британской войны 1812 года индейский вождь Текумсе захватил форт Детройт, применив остроумную военную хитрость. Защищавшие форт федеральные войска и войска штата, возглавляемые генерал-майором Халлом, намного превосходили силы индейцев, которых насчитывалось около тысячи воинов. Текумсе приказал своим людям появляться перед фортом из леса, а затем незаметно возвращаться обратно в лес, с тем чтобы появиться вновь. Генерал Халл наблюдал и подсчитывал одних и тех же индейцев снова и снова и в итоге ошибочно решил, что его атакуют

[19] Fuller & Thaler Asset Management, *www.fullerthaler.com*.

превосходящие силы противника. Форт сдался без единого выстрела.

При любом начинании важно точно оценить уровень сопротивления. Генерал Халл сдался еще до начала боя, поскольку принял малые силы противника за целую армию. Аналогичную ситуацию мы имеем с инвестициями. Идея об эффективности рынков — это в лучшем случае гипотеза, т. е. недоказанное заявление. Инвесторы, сдающиеся на милость веры в рыночную эффективность, выбрасывают белый флаг еще до начала инвестиционного сражения.

Научно доказанные представления о действительности называют теориями. Приведем пример. Хотя всем совершенно очевидно, что земное притяжение существует, его все же относят к разряду теорий, поскольку оно доказано научно, в дополнение к житейскому здравому смыслу. В отличие от доказанных теорий, новые идеи, которые окажутся или не окажутся истинными, именуют «гипотезами». Что характерно, даже защитники идеи рыночной рациональности преподносят ее лишь в виде гипотезы, признавая отсутствие научных доказательств в пользу своих взглядов.

На самом деле вера в рыночную эффективность не может претендовать даже на статус гипотезы. Как писал великий философ науки Карл Поппер, «научное утверждение, претендующее на описание реальности, должно быть уязвимо для попыток опровержения; если же оно совершенно неуязвимо для таких попыток, то и не может претендовать на описание реальности»[20].

Только будучи доказуемой, идея обретает статус гипотезы, что также предусматривает потенциальную возможность ее опровергнуть. Но как мы показали, фактически не существует способа опровергнуть утверждение о рыночной эффективности. Неуязвимые для попыток опровержения идеи Поппер от-

[20] Popper K. The Logic of Scientific Discovery. — London: *Hutchinson*, 1959.

носит к разряду ненаучных, т. е. причисляет их к чистым догмам.

«Двойная работа, двойная забота, Огонь гори, котел кипи», — говорят ведьмы в пьесе В. Шекспира «Макбет» (перевод В. Раппопорт. — *Примеч. ред.*), сравнивая людские страсти с бурлящим котлом. Впрочем, те же ведьмы отмечают, что в некоторых ситуациях «Как мутное ясно, как ясное мутно, Когда мы парим сквозь туман баламутный» (добро во зле, а зло — в добре). К примеру, когда кто-то продает дом, чтобы на вырученные деньги купить нелепо дорогую луковицу тюльпана, то другой покупает дом по смехотворно низкой цене одной тюльпанной луковицы.

Инвесторы, безоговорочно принимающие догму рыночной эффективности, упускают возможности, которые обязаны своим существованием именно рыночной иррациональности. Подобная капитуляция была бы оправданной, будь идея рыночной эффективности доказанной теорией. Однако она в лучшем случае всего лишь гипотеза, а в худшем — ненаучное допущение.

Почему профессора летают эконом-классом, а спекулянты владеют авиалайнерами

«Я зарабатываю на жизнь благодаря рыночной неэффективности», — сообщил мне финансист Альфред Чекки, посетивший мои занятия в Гарвардской школе бизнеса. В противоположность ему большинство наших преподавателей выступают сторонниками идеи эффективности рынков, но один из них как-то сказал мне (явно искренне), что акции технологического сектора не были переоцененными в 2000 году.

Хотя Альфред Чекки регулярно получает приглашения посетить Гарвардскую школу бизнеса, его настолько оскорбляет допущение о рыночной рациональности, что он отказывается присутствовать в качестве гостя на занятиях по финансовой

теории. (Еще одна подобная ситуация. Как однажды сказал мне нобелевский лауреат профессор Рональд Коуз, единственное его возражение против идеи «ограниченной рациональности» заключается в том, что слово «рациональный» недопустимо применять в каком бы то ни было описании человеческого поведения.)

Однако кто же больше преуспел в поиске выгодных рыночных возможностей: профессора, проповедующие идею рыночной эффективности, или финансисты, использующие рыночную иррациональность? Когда Альфред Чекки баллотировался на пост губернатора Калифорнии, он позволил себе потратить на избирательную кампанию 30 млн долл. собственных средств. Еще один факт. Профессора, как правило, пользуются услугами коммерческих авиалиний, а финансовый успех Альфреда Чекки позволил ему не только приобрести частный самолет, но даже иметь солидную долю в авиакомпании *Northwest Airlines*.

Вывод таков: тому, кто стремится к финансовому успеху, следует отказаться от поиска абсолютного доказательства рыночной неэффективности. Такого доказательства не существует. А жаждущие преуспеть на рынке должны, подобно Альфреду Чекки, принять идею рыночной иррациональности, и это станет их первым шагом на пути к успеху.

Кроме всего прочего, пример Альфреда Чекки свидетельствует о том, что безумные рынки не обязательно должны быть подлыми. В действительности они способны быть очень даже благоприятными. Главное — оказаться на правильной стороне иррациональности, т. е. продавать дорого, а покупать дешево.

Продавай любимчиков, покупай изгоев

Выгодные возможности появляются на самых разных рынках. Во всех таких случаях успех потребует готовности подвергнуть сомнению расхожее мнение. В пору инфляционных

волнений 1970-х годов Эндрю Тобиасу, признанному авторитету в области персональных финансов, пришлось в буквальном смысле противостоять толпе, чтобы извлечь прибыль из иррационально высоких цен на серебро[21].

В течение 1970-х годов инфляция спровоцировала удорожание серебра более чем на 1000%, и в результате его цена превысила 40 долл. за унцию. На пике этого помешательства Тобиас решил продать кое-какие свои «реальные» серебряные изделия. Он отправился в контору, торгующую с населением драгоценными металлами, включая золото и серебро. Подходя к заведению, Тобиас увидел внушительную толпу и подумал, что опоздал со своим решением. Видимо, предположил Эндрю, уже все осознали, насколько неестественно высока цена на серебро, и пришли продать свои изделия.

Но, подойдя к конторе, он к своему удовольствию узнал, что то была толпа желающих приобрести серебро! Вскоре после этого цены на серебро рухнули, и даже более чем 20 лет спустя серебро все еще стоит дешевле 10 долл. за унцию. В ту пору золото тоже взлетело до отметки 900 долл. за унцию, а сегодня продается более чем вдвое дешевле.

В 1970-х годах инвестирование в драгоценные металлы было очередной «золотой лихорадкой», их считали превосходным объектом для вложения свободных средств. Тобиасу, чтобы преуспеть, пришлось пойти против доминирующего мнения, решившись на продажу, тогда как все вокруг покупали.

Чаще всего толпа физически не присутствует, а представлена доминирующим мнением «сведущих». В 2000 году я начал встречаться с Барбарой. В шутку я сказал ей, что у нас будет достаточно денег на женитьбу и рождение ребенка, если курс акций *EMC* опустится со 100 долл. до отметки ниже 50 долл. (Я играл против этих акций, занимая по ним короткую позицию.)

---

[21] Tobias A. Money Angles. — New York: *Linden Press*, 1984.

Барбара — археолог и никогда прежде не интересовалась финансовыми новостями. Однако теперь, когда на кону, пусть и в шутку, оказалось ее женское счастье, она начала следить за финансовой ситуацией, и чем больше узнавала, тем больше росла ее тревога. При каждом упоминании этих акций комментаторы нахваливали преимущества компании *EMC;* все прогнозы свидетельствовали о неизменном росте злополучных акций. Аналитики с Уолл-стрит и управляющие взаимными фондами рассказывали с экрана телевизора о том, как растут рынки сбыта компании, и что ее акции — это «беспроигрышный» вариант с рейтингом «покупать непременно».

Слыша этот хвалебный хор, Барбара поинтересовалась у меня, что же мне известно такое, чего не знают эти эксперты. Может, я считаю товары компании плохими? Нет. Может, я владею какой-то внутренней информацией о неудовлетворительных показателях продаж *EMC*? Нет. Может, мне кое-что известно о конкурентах компании, переманивающих ее потребителей? Нет. «Так какую же тайну, — добивалась моя невеста. — ты знаешь?» И услышала в ответ: «Я знаю только, что все аналитики и управляющие фондами души не чают в акциях *EMC*. И одного этого достаточно». «Просто дзэн какой-то», — только и вымолвила Барбара. Окруженным всеобщей любовью и похвалами, акциям *EMC* не оставалось ничего другого, кроме как рухнуть, что они эффектно и сделали — упали с отметки выше 100 долл. до отметки ниже 4 долл.

История с драгоценными металлами в 1970-е годы и более свежая с акциями *EMC* демонстрируют универсальную закономерность. Как финансовые эксперты, так и обыватели в основной своей массе обладают удивительной способностью ошибаться в отношении инвестиций. В то время когда Эндрю Тобиас продавал свои серебряные изделия по нелепо высокой цене, всеми нелюбимые акции предлагались по смехотворно низким ценам.

Требуются: подметальщики улиц, усеянных утерянными стодолларовыми купюрами

Такого рода объявление о вакансии вы никогда не встретите. По очевидным причинам ничейные стодолларовые купюры долго не остаются на виду. Поскольку валяющиеся сотни очень быстро подбираются прохожими, сторонники идеи эффективного рынка заявляют, что таких купюр не существует. Однако, согласно иному мнению, выгодные возможности все-таки существуют, но только в некоторых условных «мертвых зонах» мозга ящера.

Рыночные возможности отыскать не просто. Нет легких путей к деньгам. Во второй части фильма «Крестный отец» молодой Вито Корлеоне оказывает услугу своему соседу Клеменце, пряча у себя его оружие (впоследствии Вито становится доном, а Клеменца — одним из его доверенных помощников). После того как оружие возвращено владельцу, Клеменца предлагает: «У моего знакомого есть симпатичный коврик. Может, твоей жене он понравится... Это подарок. Я умею быть благодарным».

Пока они вдвоем пробираются в дом «знакомого», становится понятно, что они в действительности совершают кражу. В это время к двери дома подходит полицейский, и Клеменца уже собирается стрелять в него. К счастью, ситуация разрешается без насилия. Однако вопрос о приобретении имущества, будь то законным или незаконным способом, никогда не был простым.

Хотя найти стодолларовые купюры нелегко, удивительно другое: часто столь же трудно найти и то, что находится на виду. К примеру, Федеральное бюро расследований США, располагающее современными возможностями электронного поиска, без труда получает досье на большинство людей. Агент ФБР вводит некоторые сведения о подозреваемом в базу данных, нажимает несколько клавиш, и — вуаля! — вся информация об этом человеке выводится на экран. Однако труднее всего разыскать людей с распространенными именами, такими, например, как Джон

Смит. Поэтому один из способов скрыться от ФБР заключается в том, чтобы затеряться на видном месте, растворившись в толпе. Из-за этой проблемы силовым подразделениям США не всегда удается предотвратить проникновение террористов на борт самолета. Так, довольно много людей носят имя Мухаммед, и из-за ошибочной идентификации подозреваемых были отменены множество международных авиарейсов.

На рынках всегда существуют выгодные возможности, однако мозг ящера из-за своего устройства неспособен их распознать. В пору ажиотажа вокруг доткомов акции убыточного интернет-магазина *Etoys* котировались выше акций прибыльной и более крупной компании *Toys R Us*. Чтобы понять иррациональную дороговизну акций *Etoys* (компания действительно вскоре обанкротилась), не нужны какие-то исключительные математические расчеты.

Для успешного инвестирования требуются не особые математические способности, а готовность постичь иррациональность свою собственную, других инвесторов и рынков. Успех в инвестиционной деятельности предусматривает тонкое понимание человеческих слабостей, в том числе и своих собственных ограничений.

Мы рассмотрели многие такие ограничения в главе 2. Кроме них заслуживают внимания еще две особенности мозга ящера, мешающие нам успешно инвестировать. Первая — это наша склонность к конформизму (ориентация на общепринятое), а вторая — тот факт, что человеческие эмоции, судя по всему, меняются несинхронно с тенденциями финансовых рынков. Из-за этих наших особенностей мы теряем деньги.

Самый одинокий человек в Сан-Диего

Один из человеческих недостатков заключается в нашем стремлении ориентироваться на большинство. Это свойство, похоже, у нас в крови и действует против нас, поскольку в инвестировании популярные схемы, как правило, убыточны.

Несколько лет назад я на себе ощутил проявление этого свойства, посетив в Сан-Диего футбольный матч между моей командой «Детройтские львы» и «Боевые кони Сан-Диего». «Львы», команда, за которую я болел, проиграла на выезде, что, в общем-то, неудивительно, поскольку она всегда числилась в середнячках. Удивительно то, как сильно меня огорчило это поражение. Поскольку матч проходил в Сан-Диего, я был, наверное, единственным болельщиком «Львов» посреди целого моря фанатов «Боевых коней». В такой обстановке горечь от поражения любимой команды была гораздо сильнее, чем при любых ее неудачах на своем поле.

Человеческая склонность к конформизму простирается за пределы спортивных арен. Результаты серии психологических тестов, проведенных профессором Соломоном Ашем и другими, подтверждают склонность людей подстраиваться под мнение окружающих[22]. В одном таком эксперименте шестерым испытуемым предложили ответить на вопрос с очевидным ответом. Дана некая эталонная линия.

X ----------

Какая из представленных ниже линий имеет такую же длину?

A ----------
B ----------
C ----------

При этом пять из шести испытуемых являлись «сообщниками» экспериментатора; они должны были отвечать неправильно, чтобы повлиять на ответ шестого участника эксперимента.

---

[22] Asch S. Studies of Independence and Conformity: 1. A Minority of One against a Unanimous Majority // *Psychological Monographs.* — 1956. — 70. — P. 1–70.

В данном случае экспериментатор вначале опрашивал пятерых подставных испытуемых, и каждый из них давал один и тот же неверный ответ, например «эталонной соответствует линия С». Затем тот же вопрос задавался шестому, ничего не подозревающему, участнику. Человек оказывался в затруднительной ситуации: какой ответ ему избрать — безусловно правильный (линия А) или же предложенный остальными опрошенными (линия С)? В первоначальном эксперименте до 75% испытуемых присоединялись к так называемому «ложному консенсусу», давая очевидно неверный ответ (линия С).

Не так давно результаты этого эксперимента были оспорены, однако основные его выводы остались непреложными. Мы, похоже, стремимся быть частью толпы, даже если подобное поведение противоречит нашим непосредственным наблюдениям.

В эксперименте с линиями правильный ответ очевиден. В случае же инвестиций правильное решение редко бывает настолько явным. Вернемся к примеру с компаниями *Etoys* и *Toys R Us*. Хотя в ретроспективе вполне очевидно, что первую ожидало банкротство, легко представить себе, как сильно на инвестора давило доминирующее мнение. День за днем в угаре ажиотажа люди (среди которых было много профессиональных инвесторов) покупали переоцененные акции. В подобных ситуациях наш мозг, похоже, начинает верить мнению окружающих.

Инвестору, желающему преуспеть, следует покупать именно то, чего сторонятся другие. Чтобы придерживаться такой стратегии, у него должна быть способность переносить эмоциональный дискомфорт, который обычно испытывают «диссиденты». Я вспоминаю, как посмеивался надо мной мой брокер, когда в начале 2000 года я попросил его купить мне казначейские облигации. Эти ценные бумаги неуклонно дешевели, и, по мнению брокера, разумным решением, конечно же, было их продать.

В отличие от случая с футбольным матчем в Сан-Диего, моя история с облигациями имела счастливый конец.

Доминирующее мнение, как всегда, оказалось ошибочным, и купленные мною облигации вскоре подорожали. Путь к успеху лежит через испытание глумлением.

Инстинкт терять деньги

Однажды на рабочем месте какого-то трейдера я увидел карикатуру, подпись под которой гласила: «Затруднительное положение — это... Сидеть ли мне и дальше без дела, наблюдая как растет рынок, или совершить сейчас покупку, чтобы рынок обвалился?»

В некоторых сферах наше инстинктивное поведение дает положительный результат. В качестве примера такой сферы мне вспоминается недавняя беременность моей жены. На начальной стадии «интересного положения» развивающийся плод крайне чувствителен к определенным токсинам естественного происхождения.

Согласно Марджи Профит, удостоенной премии «Гений» от Фонда Макартура за работу в данной области, беременные женщины инстинктивно избегают пищи, содержащей опасные для плода токсины (тератогены)[23]. Она приводит свидетельства того, что продукты с высоким содержанием вредных для плода веществ, особенно разновидности капусты, такие как брокколи и цветная, вызывают у беременных тошноту. Если Профит права, то в вопросах питания беременным следует прислушиваться к своим инстинктам и употреблять продукты по своему вкусу.

Но когда дело касается инвестиций, совет прямо противоположный. Торговые сделки, которые инвестору по вкусу, зачастую приводят к убытку. К примеру, моя старшая сестра Сью как-то прислала мне такое электронное сообщение: «Я просто помешалась на покупке акций! ... Беру, руководствуясь только чутьем. никакой логики, никакого анализа информации.

---

[23] Profet M. The Evolution of Pregnancy Sickness as Protection to the Embryo against Pleistocene Teratogens // *Evolutionary Theory*. —1988. — 8. — P. 177–190.

Сродни игральным автоматам в Вегасе!» Мозг ящера Сью неистовствовал, заставляя ее покупать акции.

Наблюдая около года за подъемом рынка, но при этом имея лишь незначительные инвестиции в акции, Сью в конце концов не выдержала. Пришла пора и ей разжиться легкими деньгами. К сожалению, свои импульсивные покупки она совершила крайне не вовремя. Спустя всего несколько недель после того электронного сообщения, фондовый рынок пережил сильнейший за весь год спад.

Не так давно с моим приятелем Дугом случилось нечто подобное. Он время от времени будет появляться на страницах этой книги, так что сразу замечу — в целом результаты его инвестиционной деятельности великолепны (в главе, посвященной акциям, мы узн*а*ем, как Дуг, однажды утром покатавшись на океанских волнах на доске для серфинга, заработал полмиллиона долларов). В начале 2002 года Дуг тщательно проанализировал несколько хорошо известных ему компаний. Он решил купить акции *Nortel*, курс которых тогда составлял порядка одного доллара за штуку. Эта сделка оказалась невероятно удачной, поскольку акции затем начали методично расти в цене.

В течение нескольких месяцев после покупки Дуг и словом не обмолвился об этой своей инвестиции. И вот однажды я получаю от него электронное сообщение, озаглавленное «Немного хвастовства». Основной текст такой: «Я прикупил *Nortel* где-то по доллару. Сегодня *Nortel* превысили восемь долларов; последний прирост — целый доллар. Зови меня Уорреном :-)».

Месяцами наблюдая за ростом этих акций, мозг ящера Дуга заставил его отправить e-mail в то время, когда будущее представлялось в розовых тонах. Но известная на Уолл-стрит поговорка гласит: «Никто не звонит в колокол, когда пора продавать». Дуг своими действиями невольно подтвердил истинность этой сентенции: вскоре после его хвастливого сообщения акции *Nortel* опустились в цене до трех долларов, причем быстрее, чем раньше росли.

Вывод из данной истории следующий: отпущенные на свободу эмоции способны лишь навредить инвестору. Правильное решение Дуга о покупке перспективных акций стало результатом анализа, проведенного его префронтальной корой, а вот решение поликовать по этому поводу созрело в мозгу ящера.

Предметом недавних исследований стали физиологические реакции человека на появление финансовых новостей. Профессор Эндрю Лоу и Дмитрий Репин наблюдали за группой профессиональных биржевых трейдеров[24]. В процессе исследования, во многом схожего с кардиологическими тестами, эти ученые из Массачусетсского технологического института замеряли малейшие колебания температуры тела, электропроводность кожи и множество других параметров. Участники эксперимента, биржевые трейдеры, торговали на реальные деньги для инвестиционной компании.

Что же происходило с опутанными проводами трейдерами, когда появлялась очередная новость? Лоу и Репин сообщают о двух примечательных фактах. Во-первых, все трейдеры, даже самые опытные, демонстрировали регистрируемую эмоциональную реакцию на новость. Во-вторых, эмоциональная реакция трейдеров с хорошей биржевой закалкой была выражена слабее, чем у их менее опытных коллег.

Эта физиологическая реакция помогает нам понять подлые рынки. Оказывается, наблюдая колебания курса акций или узнавая о каких-то событиях в мире, мы реагируем на новости эмоционально. Но если в действиях руководствоваться эмоциями, можно получить плачевные результаты. Другими словами, чтобы заработать деньги, необходимо унять мозг ящера.

Для успеха инвестор должен подавить свои эмоции (до уровня реакции опытных трейдеров — участников упомянутого выше исследования) и не позволить им разорить его. В главе 10 мы

---

[24] Lo A., Repin D. The Psychophysiology of Real-Time Financial Risk Processing // *Journal of Cognitive Neuroscience*. — 2002. — 14. — P. 323–339.

приведем «советы на все времена» о том, как унять импульсивного трейдера-неудачника, скрытого в мозгу ящера каждого из нас.

Руководство по ловле удачи

В фильме «Невероятно худеющий человек», как и предполагает его название, повествуется о человеке, который постепенно уменьшается в размерах. По мере того как герой становится все меньше, он сначала подвергается угрозе со стороны домашнего кота, а позднее и со стороны паука. И вот герой понимает, что нельзя же уменьшаться бесконечно. Он вступает в схватку с пауком и, несмотря на значительное превосходство того в размерах, убивает противника булавкой. Фильм заканчивается на этой победной ноте; наш герой покидает свой бывший дом, ступая гордо и неся на плече свое окровавленное холодное оружие.

Так и мы, дойдя до конца первой части книги, собираемся вступить в опасное и неведомое будущее. Наука иррациональности доказала, что люди совершают самые разнообразные ошибки. Более того, рынки не всегда сглаживают эти ошибки, а инвесторы порой вступают в торги или выходят из них в самое неподходящее время. Рынки могут быть подлыми, однако благодаря этой своей особенности они порождают возможности для прибыльных инвестиций.

В силу иррациональности рынков прибыль дается на них неп-
росто, поскольку стодолларовые купюры скрываются
в финансовых «мертвых зонах» мозга ящера. Подобно тому, как
мы для обзора мертвых зон при езде на автомобиле используем
зеркало заднего вида и другие ухищрения, так
и в случае с рынками нам, чтобы обнаружить выгодные инвести-
ционные возможности, не обойтись без помощи. Прежде мы рас-
полагали лишь одним инструментом — собственным мнением.
Теперь же нам известно, что стремящийся к успеху инвестор
должен принимать решения, противоречащие доминирующему
мнению, а также сдерживать собственный мозг ящера.

Часть II

Древнее искусство макроэкономики



ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

Мы закончили часть I книги выводом о том, что люди. равно как и рынки, далеко не рациональны. Таким образом, ответ на главный вопрос книги — «Во что мне инвестировать мои деньги?» — во многом зависит от обстоятельств. Порой они благоприятствуют инвестициям в акции, в других случаях предпочтительнее иные варианты инвестирования.

В части II мы проанализируем макроэкономическую ситуацию с точки зрения инвестиционных перспектив. Поскольку рынки далеко не рациональны, не приходится рассчитывать и на обоснованность («справедливость») рыночных цен. Следовательно, надо рассматривать разные варианты инвестирования — в облигации, акции, недвижимость. В данном разделе мы проанализируем фундаментальные силы, определяющие доходность инвестиций.

В главе 4 представлен краткий обзор экономики США. Сказывается ли пагубно бюджетный дефицит на экономической ситуации? Способна ли революция в производительности сделать нашу жизнь лучше и состоятельней? В главе 5 мы рассмотрим инфляцию и дефляцию. Способствует ли Федеральная резервная система росту инфляции? Почему слишком низкие цены могут негативно отразиться на каждом из нас? В главе 6 мы изучим вопрос дефицита торгового баланса США и его влияние на курс американского доллара. Каким образом обесценивающийся американский доллар сказывается на инвесторах? Как долго продлится падение курса доллара?

КРАТКИЙ ОБЗОР ЭКОНОМИКИ США

Америка — талантливый должник

4

Финансовое похмелье против американского упоения

Это было самое прекрасное время, это было самое злосчастное время» — так начинается знаменитая «Повесть о двух городах» Чарльза Диккенса. — «...Век мудрости. век безумия... пора света, пора тьмы, весна надежд, стужа отчаяния».

Английский писатель имел в виду, что это описание подходит для любых времен. Действительно, замечание Диккенса как нельзя лучше характеризует нынешнюю ситуацию, как в целом, так и с экономической точки зрения. В этой главе мы рассмотрим противоположные взгляды на экономическую ситуацию в США. Взгляды одних — глашатаев злосчастной поры — предвещают финансовое похмелье на годы или десятилетия вперед, тогда как другим — исполненным энтузиазма оптимистам — будущее видится изобилующим материальными благами и досугом.

Призрак революции маячит на заднем плане «Повести о двух городах». Повествование в книге разворачивается в начале 1775 года, поэтому читатели знают, что уже вскоре улицы Парижа обагрятся кровью. Основу споров о современной экономической ситуации тоже составляет революция. Пусть современная революция и не столь кровава, как та, которую

пережила Франция в XVIII веке, это не умаляет ее огромного значения.

Промышленная революция нарушила устойчивую прежде зависимость между физическим трудом и экономическим благосостоянием. Машины избавили людей от необходимости изнуряющего физического труда. Однако даже имея в своем распоряжении машины, люди все равно вынуждены работать. Ныне же революция в области информационных технологий сулит материальное изобилие без необходимости трудиться для этого.

Знаменитый экономист Джон Мейнард Кейнс, хотя никогда и не видел компьютера, изложил такое оптимистическое в*и*дение будущего в своей работе 1930 года «Экономические возможности для наших внуков»[1]. В ней грядущее представлялось Кейнсу исполненным материального достатка и с избытком свободного времени. Автору казалось, что жизнь его внуков будет очень обеспеченной, поэтому им придется трудиться всего по несколько часов в день, расходуя избыток свободного времени на занятия искусством и интеллектуальные изыскания. Кейнса даже беспокоила нехватка в будущем работы для того, чтобы человеку было чем себя занять.

> *Придется постараться, так сказать, намазывать масло как можно более тонким слоем, чтобы распределять имеющуюся работу между наибольшим числом работников. Трехчасовой рабочий день или пятнадцатичасовая рабочая неделя позволят во многом решить проблему [нехватки работы на всех]. Работать три часа в день будет вполне достаточно.*

Если такое будущее и ожидает наших внуков, то, вероятно, ключевую роль в этом сыграют информационные технологии.

---

[1] Keynes J.M. *E*conomic Possibilities of Our Grandchildren // Essays in Persuasion. — London: *Macmillan*, 1972.

«Повесть о двух городах», увидевшая свет в 1859 году, содержала в себе предостережение: те, кто не готовятся к переменам, могут закончить свои дни на гильотине. В частности, Британии стоило опасаться тех же кровавых аспектов перемен, которые постигли (и обезглавили) французское общество.

Эта историческая ситуация проецируется на сегодняшний день. Угрожающая перспектива разделить судьбу японской экономики тяготеет над США. В конце 1980-х годов японская экономика демонстрировала завидный рост, и аналитики уверенно заявляли о грядущем величии Страны восходящего солнца. Но на протяжении последних 15 лет экономика Японии переживает застой, безработица невероятно выросла, а уверенность в отношении перспектив страны развеялась. Хотя Япония все еще остается лидером во многих экономических отраслях, у нее также самый высокий показатель числа самобийств среди населения развитых стран.

Так какое же будущее ожидает Соединенные Штаты? Будет ли оно, подобно мечтам Кейнса, наполнено содержательным досугом благодаря информационным технологиям или окажется болезненным путем, по которому пошла Япония?

Ответ на поставленный вопрос будет дан в этой главе. Понимание названной проблемы потребует от нас углубления в такие концепции, как государственный долг, бюджетный дефицит и производительность. Впрочем, размышляя об американской экономике, я думаю не только об экономических показателях. Мне также часто вспоминаются мой одноклассник Стив и далекая осень 1975 года.

В ту пору я был членом школьной команды по кроссовому бегу. Сказать по правде, как я, так и остальные члены нашей команды были посредственными бегунами, настолько посредственными, что наши основные соперники и чемпионы штата, команда «Гросс-Пойнт-Норт», относились к соревнованиям с нами как к тренировке. Эти завидные бегуны не хотели жертвовать тренировочным днем ради того, чтобы посоревноваться

со столь жалкими соперниками, как мы, поэтому на встречу с нами не приезжали на автобусе, а буквально пробегали восемь миль (около 13 км) до стартовой линии. Затем они с легкостью побеждали нас в забеге на три мили (около 5 км) и также бегом возвращались домой, снова преодолевая восемь миль.

В это печальное время в нашей команде появился новичок, Стив, обладавший исключительными способностями к бегу. Не занимаясь прежде данным видом спорта, Стив сразу же проявил свой незаурядный талант и вскоре стал лучшим бегуном в нашей команде.

Удивительно, но Стив не прилагал особых усилий к тому, чтобы стать хорошим бегуном. В то время как мой друг Джим и я старались соблюдать правильный рацион и спортивный режим, Стив не отказывал себе в удовольствии опрокинуть несколько рюмок накануне состязаний. И хотя порой он заявлялся на субботний забег с похмелья, его врожденный талант, как правило, позволял ему приходить к финишу первым. Однако когда Стив бывал после особо тяжелого перепоя, мы не были уверены в том, что возьмет верх — талант Стива или его похмелье. Превзойдут ли излишества предыдущего вечера способности Стива?

Американская экономика переживает похожую схватку похмелья с врожденным талантом. США доказали свою несравненную способность к новаторству и производству. Экономическая система США, похоже, обладает природным даром производить качественные и в то же время не слишком дорогие товары. Однако на протяжении нескольких последних лет этот дар оказался под угрозой финансового похмелья, обусловленного излишествами 1990-х годов.

Так что же в итоге возьмет верх — похмелье или способности? Ответ на этот вопрос потребует тщательного анализа некоторых макроэкономических показателей. В мою бытность студентом магистерской программы делового управления

(англ. аббревиатура — MBA. — *Примеч. ред.*) в Массачусетском технологическом институте экономист Лестер Тэроу однажды сказал: «Если кому-то нравится анализировать заполненные сухими цифрами таблицы, ему, вероятно, надо стать экономистом». Это занятие и вправду вызывало у меня интерес, и по прошествии нескольких лет я вернулся в свой институт, чтобы получить степень доктора философии (Ph.D.) и стать экономистом.

Когда в какой-нибудь светской беседе я сообщаю о том, что преподаю экономику, в ответ чаще всего слышу: «В колледже это был мой самый нелюбимый предмет». Я знаю десятки людей, которые записывались на курс экономики в колледже, но вскоре разочаровывались в этом предмете и выбирали другую специализацию. Частично такая нелюбовь к экономике объясняется традиционным стилем обучения (скука!), а частично самой природой предмета (включая те самые заполненные сухими цифрами таблицы). Как ни трудно мне в это поверить, но, оказывается, многие люди вовсе не находят занимательной экономическую статистику.

Более того, некоторым удается финансово преуспеть, не утруждая себя анализом экономических данных. Как, например, моему другу Дэвиду, торгующему нефтью на Нью-Йоркской товарной бирже. Он один из тех трейдеров, которые образуют хорошо знакомую нам по телевидению или кино галдящую и орущую толпу на торговой площадке биржи. Дэвид зарабатывает тем, что продает и покупает нефть. Как он однажды пошутил, на его могиле надо бы поместить эпитафию «О деньгах вопиил».

Вопли Дэвида действительно принесли ему хорошие деньги. За свою жизнь он заработал больше 10 млн долл.

Как ему это удается?

Раньше я, бывало, все допытывался у него, стремясь выведать его секрет: «Как считаешь, если США начнут строить новые атомные электростанции, это сократит спрос на нефть?

Как пожары на кувейтских нефтяных месторождениях, устроенные войсками Саддама Хусейна в 1991 году, скажутся на объемах нефтедобычи Кувейта?» На все подобные вопросы Дэвид безразлично отвечал: «Ума не приложу». Он как-то пошутил, что для его работы ему даже не надо знать, сколько галлонов содержит баррель нефти (42).

Так в чем же секрет Дэвида? Он резюмировал его следующей фразой: «Я знаю, когда следует покупать, а когда — продавать». Находясь в толпе других таких же трейдеров. Дэвид слушает, наблюдает и действует. Он воспринимает эмоциональные сигналы, исходящие от его коллег, и при этом почти или совсем не применяет какой-либо формальный экономический анализ.

Итак, можно ли зарабатывать, не прибегая к экономическому анализу, а только улавливая настроения? Получается, да. Однако, как я полагаю, комбинируя результаты экономического анализа со знанием науки иррациональности, можно заработать еще больше. Этот тезис мы раскроем ниже в нашей книге, что потребует от нас знакомства с экономическими реалиями.

Вначале представим аргументы тех, кому будущее видится в мрачных тонах, после чего изложим точку зрения оптимистов.

«Медвежий» аргумент №1. «Зверинец» в национальном масштабе

«Сынок, нельзя шагать по жизни, будучи жирным, пьяным и тупым», — заявляет декан Вернон Уормер, исключая из колледжа членов братства «Зверинец». Узнав о своем исключении, Блуто — персонаж Джона Белуши — сетует: «Семь лет колледжа псу под хвост!»

Первый аргумент не в пользу американской экономики: путь, который можно охарактеризовать как «жирный, пьяный и тупой», к благополучию не приведет. Экономика США держится на трех «столпах»: 1) бюджетном дефиците, 2) политике

«дешевых» денег, реализуемой Федеральной резервной системой, и 3) чрезмерных расходах американских потребителей.

Столп №1. Бюджетный дефицит

Когда федеральное правительство США испытывает бюджетный дефицит, оно покрывает его за счет продажи казначейских облигаций. С начала 1960-х годов и до конца 1990-х правительство США обычно расходовало больше средств, чем получало в виде налогов, поэтому предложение облигаций росло. Однако начиная с конца 1990-х годовые бюджеты США были с профицитом, поэтому правительство имело возможность выкупать значительный объем своих облигаций. Просто в период технологического бума на фондовом рынке налоговые поступления существенно возросли (в основном за счет налога на прибыль от операций с ценными бумагами).

Неожиданно некоторые экономисты стали высказывать опасения по поводу слишком резкого сокращения государственного долга! Они беспокоились, что профицитные бюджеты позволят в итоге полностью погасить государственные обязательства, вследствие чего казначейские облигации исчезнут как класс. А это чревато проблемами, поскольку некоторые инвесторы (например, страховые компании) используют казначейские облигации в качестве ключевого актива своего инвестиционного портфеля. Но, как видно из диаграммы, представленной на рисунке 4.1, опасения по поводу *сокращения* государственного долга оказались напрасными.

В удивительно короткий срок беспокойство по поводу профицита бюджета развеялось, и Америка вернулась к добрым старым дням бюджетного дефицита. За каких-то четыре года более чем 200-миллиардный профицит превратился в прогнозируемый дефицит, превышающий 500 млрд долл.

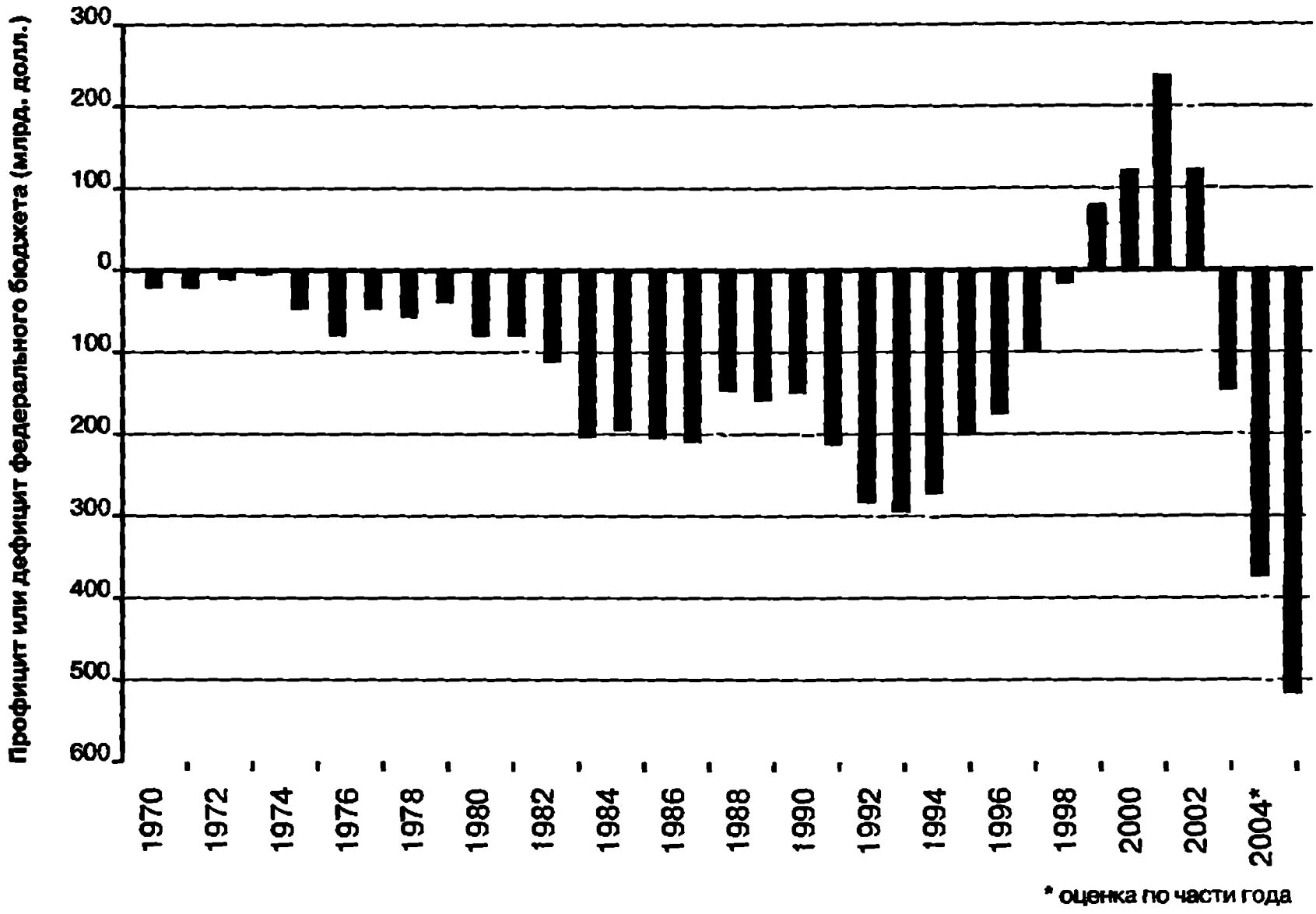


Рис. 4.1. Заемщик дядюшка Сэм
. Административно-бюджетное управление

Столп №2. «Дешевые» деньги

После болезненного спада ажиотажа на фондовом рынке Федеральная резервная система, стремясь смягчить негативные последствия этого события для экономики, существенно понизила учетную ставку. Журналисты в своем большинстве уверены в том, что кредитно-денежная политика всегда выручит американскую экономику в трудные времена. Алана Гринспэна частенько величают вторым по влиянию лицом в США. Каждое заявление Федеральной резервной системы тщательно анализируют, выискивая в нем тончайшие нюансы грядущей кредитно-денежной политики.

Столп №3. Потребительские расходы

Ежемесячно правительство обнародует данные о величине потребительских расходов в США. На Уолл-стрит восторженно

приветствуют каждый отчет о том, что американцы продолжают тратить деньги, словно бутлегеры (контрабандисты. — *Примеч. ред.*) 1920-х годов, тогда как любые признаки бережливости потребителей вызывают негативную реакцию. Предполагается, что чем выше расходы американских потребителей, тем лучше для экономики.

Действительно ли благосостояние страны возрастет, если она будет тратить больше, чем зарабатывает, и регулярно включать денежный печатный станок?

Нет. Бюджетный дефицит способствует расточительству. Дешевые деньги порождают инфляцию, а не повышают благосостояние. Наконец, даже при очень малом объеме потребительских расходов (как, например, в Японии), норма личных сбережений американцев все равно останется практически равной нулю. Если бы расточительство и печатный станок были способны обеспечить рост экономики, то многие ныне стагнирующие страны оказались бы экономическими супердержавами. А семь лет, которые студент провел в колледже жирным, пьяным и тупым, были бы хорошим началом карьеры.

«Медвежий» аргумент №2. Финансовое похмелье

Будучи аспирантом, я выступал за команду Гарварда по фрисби — «Гарвард Алтимит Фрисби». Один из наших соперников, колледж Уильямса, имел превосходную команду, но лишь до тех пор, пока однажды ее основные игроки одновременно не окончили колледж. В следующем году мы нанесли команде Уильямса сокрушительное поражение. Во время этой встречи обескураженные соперники взяли тайм-аут, чтобы сменить тактику игры. Один из них сказал: «Ничего, сейчас мы узнаем, как действовать против них», на что другой заметил: «И кто же из оставшихся в команде нас научит?» Ответ оказался неутешительным — никто.

Еще один аргумент в арсенале пессимистов относится к американским товарам: «Кто их станет покупать?» Ответ неутешительный — никто.

Прояснить последствия финансового похмелья поможет рис. 4.2, на котором показаны категории покупателей американских товаров. Диаграмма построена по фактическим данным о покупках товаров. К примеру, те деньги, которые правительство взимает на социальное обеспечение, практически сразу же возвращаются от правительства к населению. Поэтому налог на социальное обеспечение, собираемый правительством, учтен в категории «Индивидуальные потребители США». Но зато не учтены покупки американцами иностранных товаров.

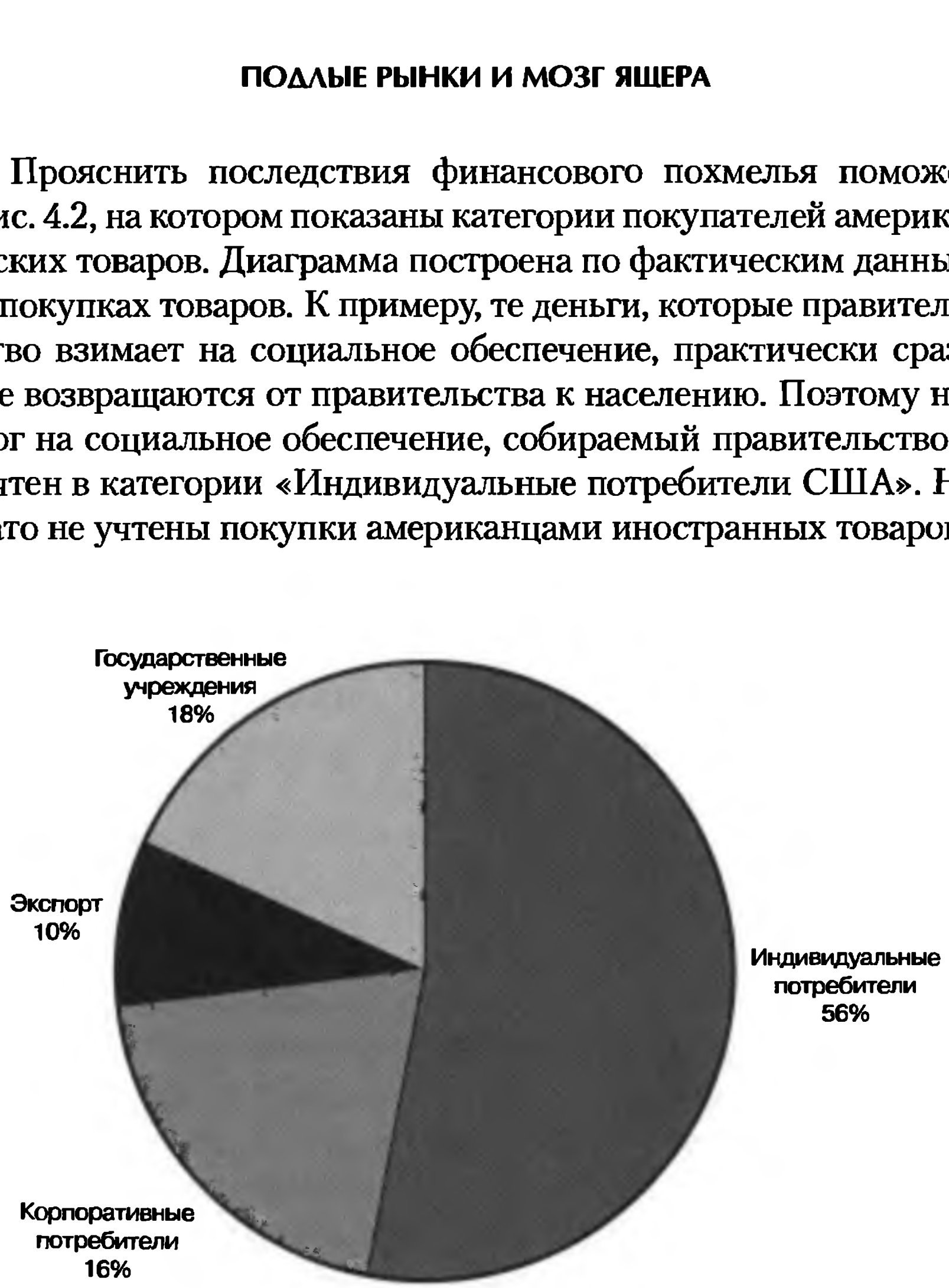


Рис. 4.2. Покупатели американских товаров
. Данные министерства торговли США за 2004 год

Существуют четыре основные категории покупателей товаров и услуг, произведенных в США: 1) индивидуальные потребители, 2) корпоративные потребители, 3) зарубежные

потребители, (4) государственные учреждения. Далее мы проанализируем покупательную способность этих четырех групп и покажем, что ситуация большинства из них не способствует росту покупательской активности.

Индивидуальные американские потребители

Расходы потребителей обусловлены как их доходами, так и общим уровнем благосостояния. Другими словами, тем, сколько мы зарабатываем и насколько мы состоятельны.

Вследствие спадов на финансовых рынках общий уровень благосостояния американцев в 2004 году был практически идентичен показателю 2000 года[2]. Но даже несмотря на отсутствие роста благосостояния, американские потребители продолжают тратить. К несчастью, рост доходов американцев также существенно замедлился. Средний годовой рост доли личных доходов, направляемых на потребление, упал с 4% в последнем пятилетнем периоде XX века до 2,7% с начала XXI века[3].

Если американские потребители не становятся богаче, одновременно получая все меньший доход, то как можно надеяться, что их покупательская активность не снизится? Это возможно, но только за счет уменьшения нормы сбережений. На рисунке 4.3 представлен график динамики нормы сбережений индивидуальных американских потребителей.

С исторического уровня 10% норма личных сбережений опустилась практически до нуля. Хотя данный показатель еще имеет некоторый запас для снижения, я склонен считать, что на графике наметилась тенденция к смене направления. Рост нормы сбережений — это благоприятный признак в долгосрочной перспективе, но он также означает, что в ближайшие несколько лет американские потребители вряд ли станут катализатором экономического роста.

---

[2] Федеральная резервная система США, *www.federalreserve.gov*.

[3] Бюро экономического анализа, *www.bea.gov*, табл. 2.1.



Рис. 4.3. Американцы не склонны к накоплению
. Министерство торговли США

Соображение о том, что рост сбережений вредит экономике, известно как «парадокс бережливости». Накопление денег — это благоразумное и замечательное дело для каждого в отдельности, однако чем больше денег люди откладывают, тем меньше они тратят на покупки.

Резюмируем положение индивидуальных американских потребителей так: рост уровня их благосостояния, равно как и их доходов, замедлился. Рассчитывать на то, что американские потребители продолжат поддерживать экономику США, можно лишь при дальнейшем снижении нормы сбережений. Если же потребители вернутся к своему более традиционному бережливому поведению, это серьезно затормозит экономику.

Вывод. Маловероятно, что индивидуальные американские потребители выступят в роли главного источника экономического роста.

Корпоративные американские потребители

А как обстоят дела с инвестициями в американскую экономику со стороны национальных компаний? Один из важных факторов, обуславливающих капитальные инвестиции с их стороны, — это объем имеющихся у них незагруженных производственных мощностей. Другими словами, производители, у которых часть производственной мощности не используется, скорее всего, не станут активно приобретать новое оборудование. На рисунке 4.4 показана динамика процентной доли незагруженных производственных мощностей американских компаний.

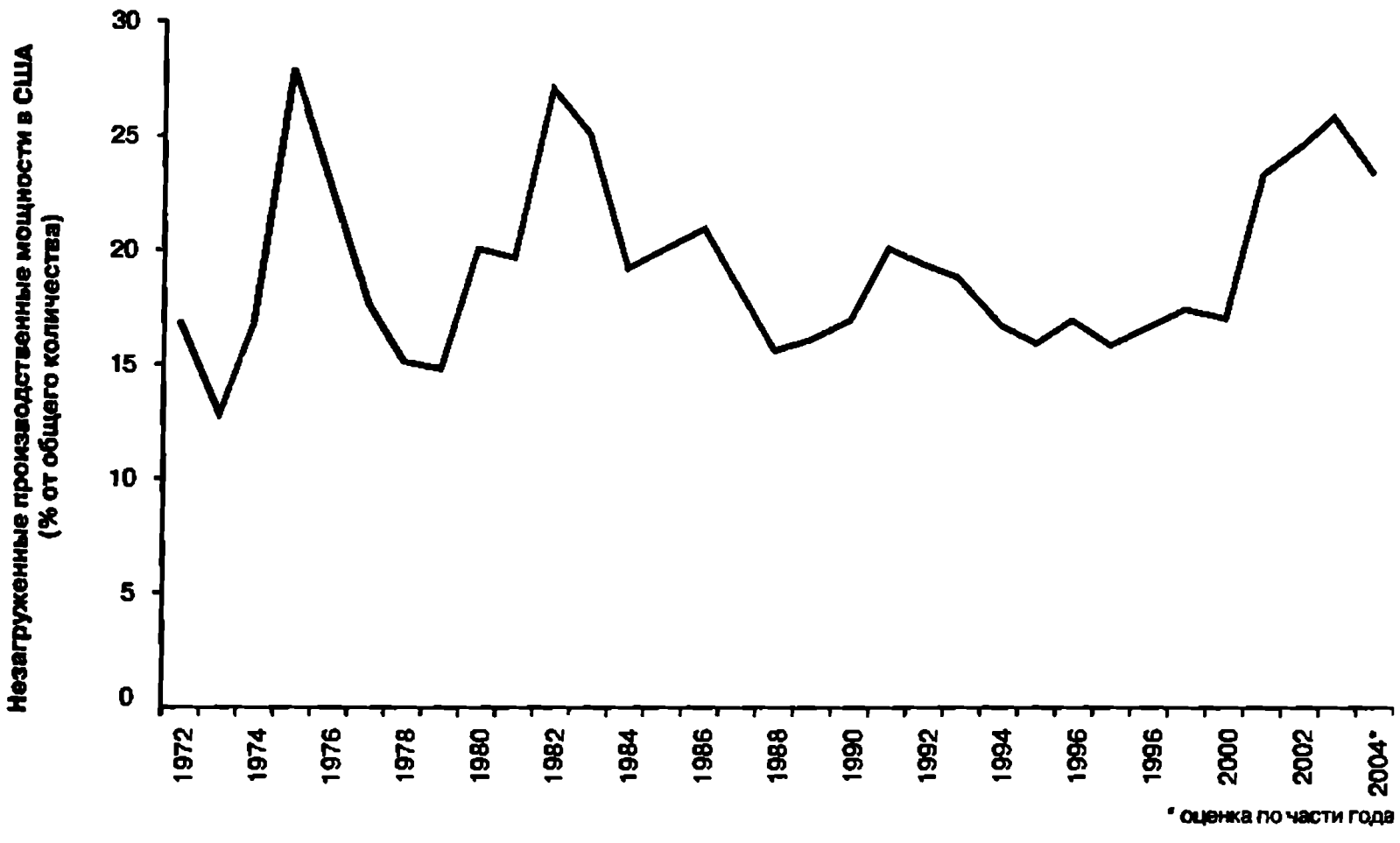


Рис. 4.4. Избыток свободных производственных мощностей в США
. Федеральная резервная система США

К 2004 году около четверти производственных мощностей американских производителей остаются незагруженными. Этот показатель стремительно вырос после спада ажиотажа на фондовом рынке. Компании располагают достаточным запасом производственных мощностей на многие предстоящие годы вероятного экономического роста, не испытывая при этом потребности в дополнительных капитальных инвестициях.

Два спада в экономике, произошедших в начале 1980-х и 1990-х годов, также отличались высоким процентом свободных производственных мощностей. На графике динамики нормы сбережений (см. рис. 4.3) видно, что оба спада остановились после того, как американские потребители в течение 1980-х и 1990-х годов резко сократили свои сбережения. Как только потребители стали больше покупать, незанятые мощности включились в работу.

Таким образом, капитальные инвестиции американских производителей всецело зависят от действий американских потребителей. Если последние увеличат свои расходы, производители последуют за ними. Однако если американские потребители не выступят в роли катализатора экономики, то рост капитальных расходов американских производителей маловероятен.

Вывод. Американские корпоративные потребители (т. е. компании-производители) способны поддержать экономический рост, однако вряд ли они будут его инициаторами.

Зарубежные потребители

В разгар ажиотажа на фондовом рынке, который пришелся на середину 1990-х годов, в качестве распространенного оправдания нелепо высокого курса акций упоминалась интеграция Китая в мировую экономическую систему. Много говорили о том, что высокая цена акций компании *Cisco* закономерна, поскольку предполагался значительный объем продаж ее товаров на китайском рынке. В целом же инвесторы надеялись на широкомасштабный экспорт американских компаний, что устранит их зависимость от внутренних потребителей.

Хотя гипотеза об экспорте себя не оправдала, учитывая последующий обвал фондового рынка (так, акции *Cisco* потеряли 75% своей курсовой стоимости), доля американских товаров, поставляемых на зарубежные рынки, действительно велика и продолжает расти. Поскольку американские потребители,

вероятно, будут и дальше экономить, а производственные мощности американских производителей стоят без дела, то, возможно, именно зарубежные потребители обеспечат рост экономики США.

К сожалению, страны с наиболее привлекательными рынками переживают сейчас не лучшие времена. Занимающие соответственно второе и третье места в мире экономики Японии и Германии все еще восстанавливаются после экономических кризисов. Экономика Германии почти не растет, а уровень безработицы в этой стране составляет около 10%[4].

Состояние японской экономики не намного лучше. С конца 1980-х годов японский фондовый индекс опустился с 40 000 пунктов до немногим более 11 000 пунктов (по состоянию на июль 2004 года). Этот спад по своей продолжительности и глубине намного превосходит потрясения американского фондового рынка. Упадок фондового рынка Японии свидетельствует о слабости экономики этой страны. Он также стал причиной снижения уровня благосостояния японцев и оказывает негативное воздействие на мировую экономику.

Даже либерализация экономики Китая отрицательно сказалась на американских производителях, поскольку китайская рабочая сила гораздо дешевле американской. Экспорт дешевых китайских товаров пагубно влияет на экономику США.

Вывод. Экспорт является потенциальным источником экономического роста, однако, учитывая его незначительную роль в экономике США, обеспечиваемый им эффект может оказаться несущественным.

Государственные учреждения

Наконец, еще одним основным потребителем американских товаров выступает правительство на федеральном и местном уровне, а также на уровне штата. Учитывая непростое

---

[4] Бюро трудовой статистики, *www.bls.gov*, раздел «Зарубежная трудовая статистика».

положение американских потребителей, простаивающие производственные мощности и не лучшее состояние экономики зарубежных стран, по силам ли государственным расходам оживить экономику США?

Хотя в большинстве случаев говорят о федеральных государственных расходах, следует помнить, что госрасходы на уровне штата или муниципальном уровне не менее важны, чем федеральные.

В ходе предвыборной кампании кандидат на пост губернатора Калифорнии Арнольд Шварценеггер произнес свою известную фразу: «Общественности нет дела до статистических данных»[5]. Это заявление, вероятно, правильно описывает настроения избирателей, однако сами губернаторы должны относиться к статистическим данным чрезвычайно внимательно. Большинству органов государственной власти на местном уровне или уровне штата юридически предписывается поддерживать сбалансированный бюджет, т. е. они при наступлении неблагоприятных времен вынуждены урезать расходы.

По всей территории США правительства штатов и местные администрации сокращают услуги и увеличивают налоги. Пытаясь закрыть бюджетную дыру, власти Нью-Йорка повысили налог на собственность. Губернатор Грэй Дэвис вызвал неприязнь многих жителей Калифорнии, втрое увеличив налог на регистрацию автомобиля. Подобная политика наблюдается по всей стране. Из всего этого следует, что власти на уровне штата и местном уровне скорее тормозят, чем стимулируют экономический рост.

А что же федеральное правительство? Как ранее упоминалось в этой главе, федеральные власти выступали основным катализатором экономического роста благодаря значительным расходам, заложенным в дефицитном бюджете. Способно

---

[5] Пресс-конференция Арнольда Шварценеггера, 20 августа 2003 г.

ли федеральное правительство еще больше влезть в долги, создав тем самым предпосылки для большего экономического роста? Пожалуй. 500 млрд долл., как ни крути, — сумма немалая. Однако в масштабах всей экономики текущий уровень бюджетного дефицита гораздо ниже исторических пиковых значений[6]. Поэтому при необходимости федеральное правительство способно увеличить свои расходы.

Впрочем, существуют определенные риски, связанные с ростом федерального бюджетного дефицита. Самый очевидный — вероятность увеличения учетных ставок. Существенные дополнительные заимствования со стороны правительства способны спровоцировать рост учетных ставок, что в свою очередь вызовет рост процентных ставок по ипотечным кредитам и негативно скажется на рынке жилой недвижимости. Американский рынок жилья оставался активным во многом благодаря дешевым ипотечным кредитам. Если же ипотечные процентные ставки возрастут вследствие роста государственных заимствований, это отрицательно скажется на рынке жилья.

Вывод. Правительство США имеет потенциал наращивания государственных расходов за счет роста бюджетного дефицита и тем самым способно оживить экономику. Однако дополнительные государственные заимствования могут спровоцировать рост процентных ставок по ипотечным кредитам и нанести вред рынку жилой недвижимости.

США мучаются финансовым похмельем. Последствия излишеств 1990-х годов отрицательно сказываются на экономическом росте страны.

---

[6] Административно-бюджетное управление; Бюджетное управление Конгресса США. См. рис. 7.4 данной книги.

«Бычий» аргумент №1. Очки для экономически близоруких

Первый аргумент в пользу благоприятной экономической ситуации: надо рассматривать рыночные тенденции в долгосрочной ретроспективе, а не в свете недавних событий. Если анализировать происходящее, обращая внимание лишь на последствия фондового ажиотажа, то общая картина покажется весьма мрачной. Но, как известно, все вокруг выглядит особенно угрюмым именно в предрассветный час. Не сложно повторять про себя эту поговорку снова и снова, однако сложно оставаться оптимистом в трудные времена. Характерным примером служит история одного из солдат генерала Джорджа Кастера в битве при Литтл-Биг-Хорне.

Во время сражения произошел один поучительный случай. Известно, что под Литтл-Биг-Хорном все солдаты генерала Кастера погибли. Но, как рассказывали впоследствии воины племени сиу, одному из кавалеристов представилась возможность избежать гибели. Верхом на лошади он уносился прочь с поля боя и уже достаточно оторвался от своих преследователей, так что его шансы выжить были высоки. Но именно в тот самый момент, когда кавалерист, казалось бы, ушел от погони, он вытащил свой пистолет и застрелился.

За последнее время экономика США пережила несколько серьезных потрясений. Но, возможно, сейчас страна находится на пороге экономического подъема и ей не следует унывать из-за того, что может оказаться всего лишь предрассветным мраком. Если взглянуть на статистические данные в более отдаленной перспективе, то большинство прогнозных экономических показателей выглядят вполне сносно. По состоянию на июль 2004 года американский фондовый рынок, если судить по индексу S&P 500, опустился на треть по сравнению со своим абсолютным историческим максимумом. С другой стороны, он набрал почти 1000% с момента рыночного минимума начала 1980-х годов.

Подобная ситуация характерна практически для всех экономических показателей, которые на первый взгляд кажутся весьма мрачными. Процентные ставки выросли по сравнению со своими рекордно низкими значениями (причем однажды поднялись сразу на 50% за период чуть больше месяца), но при этом остаются у своих минимальных уровней за последние 50 лет. Инфляция настолько уменьшилась, что Федеральная резервная система изрядно попотела, решая, как бы ей остановить падение цен.

Пожалуй, худший аспект нынешней экономической ситуации — это растущая безработица. Данный показатель увеличился почти на 50%, и буквально миллионы людей потеряли свои рабочие места. Но даже в этой сфере более глубокий ретроспективный взгляд дает благоприятную картину. Ведь всего десять лет назад нынешний уровень безработицы (около 6%) считался вполне приемлемым[7].

Что же касается огромного бюджетного дефицита, то, конечно же, последствия стремительного перехода к нему от существенного профицита не следует недооценивать. Но удивительно, что и в этой области не все выглядит столь удручающе. Если государственный долг США сравнить с масштабами экономики, соотношение окажется существенно ниже аналогичного показателя 1993 года. Согласно данной методике нынешний федеральный долг составляет лишь половину от своего значения на конец Второй мировой войны[8].

Вывод. Несмотря на болезненные события нескольких последних лет, отсутствуют бесспорные доказательства окончания длительного экономического подъема США.

---

[7] Бюро трудовой статистики, *www.bls.gov*.

[8] Административно-бюджетное управление; Бюджетное управление Конгресса США. См. рис. 7.3 данной книги.

«Бычий» аргумент №2. Винс Ломбарди знакомится с компьютером

«Победа — это не просто все. Это единственное, что имеет значение».

Данное изречение ошибочно приписывают легендарному тренеру команды по американскому футболу «Грин Бэй Пэкерс» Винсу Ломбарди, который в действительности сказал: «Важна не победа, а стремление к ней». По странной исторической прихоти Ломбарди в основном памятен тем, чего он никогда не говорил. Однако другие его изречения по самым разным поводам великолепны, и многие из них как нельзя лучше подходят к инвестиционной деятельности. Вот одно из моих любимых: «Побеждать — это привычка. К несчастью, как и проигрывать».

Для экономического роста производительность труда — это не просто все. Это единственное, что имеет значение. Хотя Винсу Ломбарди данное изречение, вероятно, тоже не принадлежит, оно — математический факт.

К богатству ведут два пути: работать напряженнее или работать разумнее. Очевидно, второй вариант предпочтительнее. Производительность отражает способность экономики к разумному труду. Таким образом, производительность служит залогом долгосрочного экономического роста.

Те, кто разделяют оптимистические взгляды в отношении американской экономики, найдут на диаграмме прироста производительности труда (рис. 4.5) весомый аргумент в поддержку своей позиции. Текущая декада характеризуется наивысшими темпами роста производительности среди всех десятилетий после Второй мировой войны.

Действительно ли сегодня производительность выше, чем в прошлом, и сохранится ли эта благоприятная тенденция? Вполне вероятно, что да. Некоторые экономисты проводят аналогию между двумя революциями — промышленной и информационно-технологической. Потребовалось

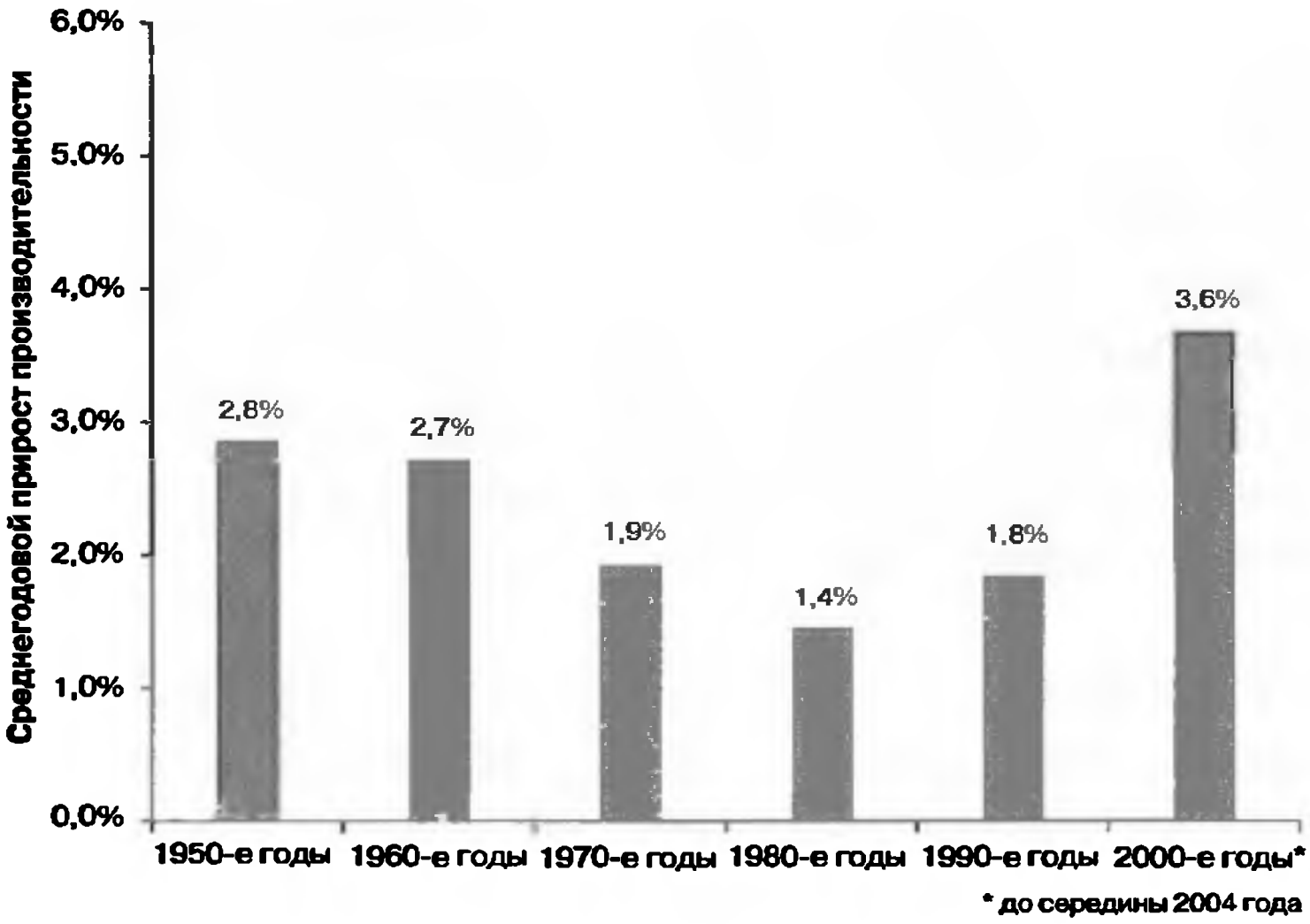


Рис. 4.5. Производительность труда в США растет очень быстро
. Бюро трудовой статистики США (часовая производительность в несельскохозяйственных отраслях)

не одно десятилетие для того, чтобы люди научились эффективно использовать механическое оборудование, поэтому выгоды от промышленной революции проявились не сразу.

Возможно, мы стоим на пороге той эпохи, когда информационные технологии, понятые нами в достаточной мере, сделают нас богаче. Если так, то рост производительности труда не только продолжится, но и ускорится.

Но действительно ли недавний рост производительности так важен? Да, благодаря магии сложного процента. Мой любимый пример сложного процента принадлежит перу Чарльза Дарвина. Приведем цитату из третьей главы его книги «Происхождение видов»[9].

[9] Darwin C. On the Origin of Species by Means of Natural Selection, or the Preservation of Favoured Races in the Struggle for Life. – London: *John Murray*, 1859. — Ch. 3.

ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

Считается, что из всех известных животных наименьшая воспроизводительная способность у слона, и я старался вычислить вероятную минимальную скорость естественного возрастания его численности; он начинает плодиться, вероятнее всего, в 13-летнем возрасте и плодится до 90 лет, принося за это время не больше шести детенышей, а живет до 100 лет; если это так, то по истечении 740–750 лет от одной пары получилось бы около 19 миллионов живых слонов.

Дарвин исчислял сложный процент. Если какая-то величина растет на немногим более чем 2,3% в год, то по прошествии 30 лет она удваивается. Магия сложного процента заключается в том, что даже при незначительных темпах роста и при достаточно продолжительном сроке суммарный прирост оказывается ошеломляющим. Признание неспособности мира прокормить такое количество слонов было важным шагом на пути интеллектуальных изысканий Дарвина.

Попробуем поймать на слове Кейнса, чтобы оценить различные темпы роста производительности труда. Какое же экономическое будущее ожидает наших внуков? Рассмотрим два возможных сценария прироста их благосостояния. В первом, быстрорастущем, примем темп роста производительности равным 3,62% в год — это средний годовой показатель для нынешнего десятилетия. Во втором, менее динамичном варианте, допустим рост производительности на уровне 1,72% в год — средний годовой показатель в 1970–1999 годы.

Сильно ли повлияет на образ жизни наших внуков то, какой из этих двух темпов роста производительности сохранится в ближайшие 40 лет? Проверим вашу интуицию. Итак, сколько часов в неделю предстоит трудиться вашим внукам для того, чтобы обеспечить себе уровень жизни, соответствующий сегодняшнему при 40-часовой рабочей неделе? Ниже представлены четыре варианта ответа.

1. 29,3 часа в неделю.
2. 20,2 часа в неделю.
3. 15,9 часа в неделю.
4. 9,6 часа в неделю.

Выберите вариант ответа для каждого из сценариев роста производительности. Например, если бы вашим внукам посчастливилось жить в мире по варианту ответа 2, то каждый рабочий час приносил бы им вдвое больше материальных благ, чем вам сегодня. Речь идет о вдвое большем количестве автомобилей, телевизоров, холодильников и отпусков в перерасчете на час трудовых усилий.

Прежде чем узнать правильные варианты ответа, сделаем небольшое отступление, чтобы понять: ежегодный рост производительности на уровне даже одного процента — замечательный и редкий.

Какой рост производительности у ближайших предков человека — шимпанзе? Этот вопрос может показаться несколько странным, однако ответить на него несложно. Возьмем современную особь шимпанзе и рассчитаем количество часов, которое ей необходимо потратить на добывание определенного объема пищи.

Рассчитаем рост производительности труда шимпанзе, сравнив рабочую нагрузку современной особи с аналогичным показателем, свойственным ее предкам, жившим тысячи или миллионы лет назад. Безусловно, в данном случае не понадобятся какие-либо исторические данные о производительности труда шимпанзе, поскольку ответ и так очевиден. Рост производительности шимпанзе (и всех других животных) равен нулю. Животные, даже те, существование которых отличает некоторая социальная организация, не демонстрируют никаких признаков прогресса от поколения к поколению.

По экономическим возможностям внуки современных шимпанзе нисколько не превзойдут своих ныне живущих

предков (вероятнее даже, что значительно отстанут из-за разрушения среды их обитания). Итак, вполне очевидно: рост производительности животных равен нулю. Менее очевидно, что рост производительности труда человека на протяжении большей части истории его существования был также практически равен нулю! В течение многих эпох человек совершенствовался в этой области ничуть не быстрее шимпанзе или тех же бактерий. Кейнс говорит об этом, отмечая в своей работе о будущем наших внуков следующее: «Отсутствие новых технических изобретений в период с доисторических времен и до относительно недавнего времени — вот поистине удивительный факт».

Археологические изыскания свидетельствуют, что наблюдение Кейнса справедливо для большинства эпох. На протяжении почти всего своего существования человечество, по сути, технологически не прогрессировало. Воистину поразительна наша нынешняя способность создавать больше материальных благ за единицу рабочего времени.

Вернемся к нашим внукам. Правильные ответы таковы: 20,2 рабочих часа в неделю при росте производительности на 1,72% в год и всего лишь 9,6 рабочих часа в неделю при ежегодном росте производительности на 3,62%. Если рост производительности в следующие 40 лет повторит темпы 1970–1999 годов, то нашим внукам будет достаточно трудиться вдвое меньше нашего, чтобы обеспечить себе аналогичный нашему материальный достаток. Соответственно, если производительность продолжит расти темпами последних нескольких лет, то нашим внукам придется трудиться вчетверо меньше, чем нам. Оправдайся последний вариант, и наши внуки смогут работать те самые 15 часов в неделю, о которых говорил Кейнс, и при этом быть гораздо богаче нас. Заметьте, что рост производительности обещает не только больше телевизоров, но и лучшее медицинское обслуживание и образование.

В том что касается экономического благосостояния, даже незначительный рост производительности труда оборачивается

существенным улучшением нашей жизни, жизни наших детей и внуков. Когда речь идет об экономическом благосостоянии, производительность — это единственное, что имеет значение. Таким образом, наше экономическое благосостояние практически полностью зависит от темпов роста производительности.

Безусловно, имеется множество существенных оговорок в отношении роли производительности, но они выходят за рамки данной книги. Во-первых, рост благосостояния не будет иметь особого значения в мире с загубленной природной средой обитания. Во-вторых, распределение общественного богатства важнее, чем его повышение. И наконец, самое главное — отсутствуют убедительные доказательства того, что возросшее благосостояние делает людей счастливее. Исследования, проводившиеся в разных странах, показали: хотя люди и верят в то, что деньги принесут им счастье, на самом деле рост достатка этого не гарантирует[10]. Все эти вопросы важны, однако не имеют непосредственного отношения к задаче данной книги, которая состоит в том, чтобы помочь инвестору добывать деньги.

Заключение. Если стремительный рост производительности в последние несколько лет служит признаком грядущих благодатных времен, то американцы вскоре станут гораздо богаче, а их огромные долги не обернутся для них острой проблемой.

Америка — талантливый попрошайка

Эта глава началась вопросом о том, какой путь выберут США: подобный мечтам Кейнса о будущем, которое благодаря информационным технологиям наполнено содержательным досугом, или же болезненный, на котором оказалась Япония после того, как лопнул экономический пузырь?

---

[10] Diener E. Cross-Cultural Correlates of Life Satisfaction and Self-esteem // *Journal of Personality and Social Psychology*. — 1995. — 68. — no. 4. — P. 653–664. Diener E., Sandvik E., et al. The Relationship Between Income and Subjective Well-being: Relative or Absolute? // *Social Indicators Research*. — 1993. — 28. — no. 3. — P. 195–224.

ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

Правы те, кто полагают, что мы живем в злосчастные времена, поскольку США страдают от финансового похмелья после утихшего ажиотажа фондового рынка. Последствия излишеств 1990-х годов хорошо заметны по неустойчивым потребительским финансам, незанятым производственным мощностям и огромному бюджетному дефициту. Однако правы и те, кто верят, что нынешнее время прекрасно, отмечая исключительную важность стремительного роста производительности труда.

Таким образом, производительность имеет первостепенное значение. Если Соединенные Штаты и ожидает безоблачное финансовое будущее, то этим они обязаны информационным технологиям и росту производительности. В связи с этим даем инвесторам простой совет: отслеживайте статистические показатели, касающиеся динамики производительности труда. Если в ближайшие годы рост производительности сохранится на уровне выше 3%, то США, подобно моему товарищу по команде бегунов Стиву, сумеют одолеть похмелье своим врожденным талантом. Однако если рост производительности существенно замедлится, то отходить от излишеств 1990-х годов Америка будет гораздо мучительнее.

ИНФЛЯЦИЯ
Цены растут, доллар усыхает

5

Инфляционный монстр возвращается?

В 1920-е годы, когда в Германии бушевала гиперинфляция, банкноты имели столь низкую покупательную способность, что люди носили их не в бумажниках, а буквально в мешках. О том, насколько обесценились деньги, можно судить по такой забавной истории: один человек на минуту оставил на улице без присмотра тележку, полную денег; когда он вернулся, то обнаружил, что воры украли... тележку, вывалив на тротуар никому не нужные банкноты. История действительно забавная, но людям, жившим в ту пору, было не до смеха. Миллионы семей потеряли все свои многолетние сбережения.

Свой первый опыт инвестирования я получил в инфляционные 1970-е. В те дни инфляция для нас была каким-то таинственным монстром, терзающим США и глобальные экономики. Я тогда учился в колледже, и мы с друзьями каждый вечер после ужина собирались в студенческой учебной комнате и смотрели по телевизору классическое комедийное шоу Мела Брукса «Get Smart» («Прояви находчивость»). Правда, иногда приходилось довольствоваться вечерними новостями: поскольку телевизор был всего один, канал мы выбирали демократическим путем,

и иногда в большинстве оказывались студенты, которые хотели учиться, а не смеяться.

Инфляция 1970-х годов придавала новостям мрачную окраску. Каждый месяц правительство обнародовало новый, более высокий уровень инфляции. Мы сидели, слушали и переживали, что нам не хватит денег на развлечения. И выхода, казалось, не было: даже президентам не по силам победить инфляционного монстра. В 1974 году президент Джеральд Форд изготовил миллионы значков с надписью *WIN*, призывая американское общество «разгромить инфляцию»[1] (хотя не уточнял, как именно это сделать). Вполне закономерно, что в трудные экономические времена президент Форд проиграл на выборах 1976 года Джимми Картеру. Но инфляционный монстр хотел еще крови, и Картер в свою очередь проиграл в 1980-м Рональду Рейгану. Как говорили некоторые наблюдатели, он пал жертвой предпринятой Федеральной резервной системой (ФРС) кампании по обузданию инфляции.

К началу 1980-х годов США все-таки решили эту задачу, и на протяжении последних двух десятилетий страна жила при низкой инфляции (рис. 5.1). Казалось бы, сегодня инфляционные проблемы интересны только жителям Латинской Америки да еще американцам с долгой памятью. Но недавние события опять заставили вспомнить о монстре из прошлого. Цены на золото резко выросли, а стоимость доллара, напротив, существенно упала. Это классические признаки нарастания инфляции. Каковы ее перспективы, и какие финансовые инвестиции окажутся в новых условиях самыми прибыльными?

Как в большинстве областей, связанных с деньгами, глубже всех понял инфляцию профессор Милтон Фридман, лауреат Нобелевской премии 1976 года по экономике. Он является

---

[1] Игра слов: *WIN* («Победим») составлено из первых букв фразы *Whip Inflation Now* («Разгромим инфляцию»).

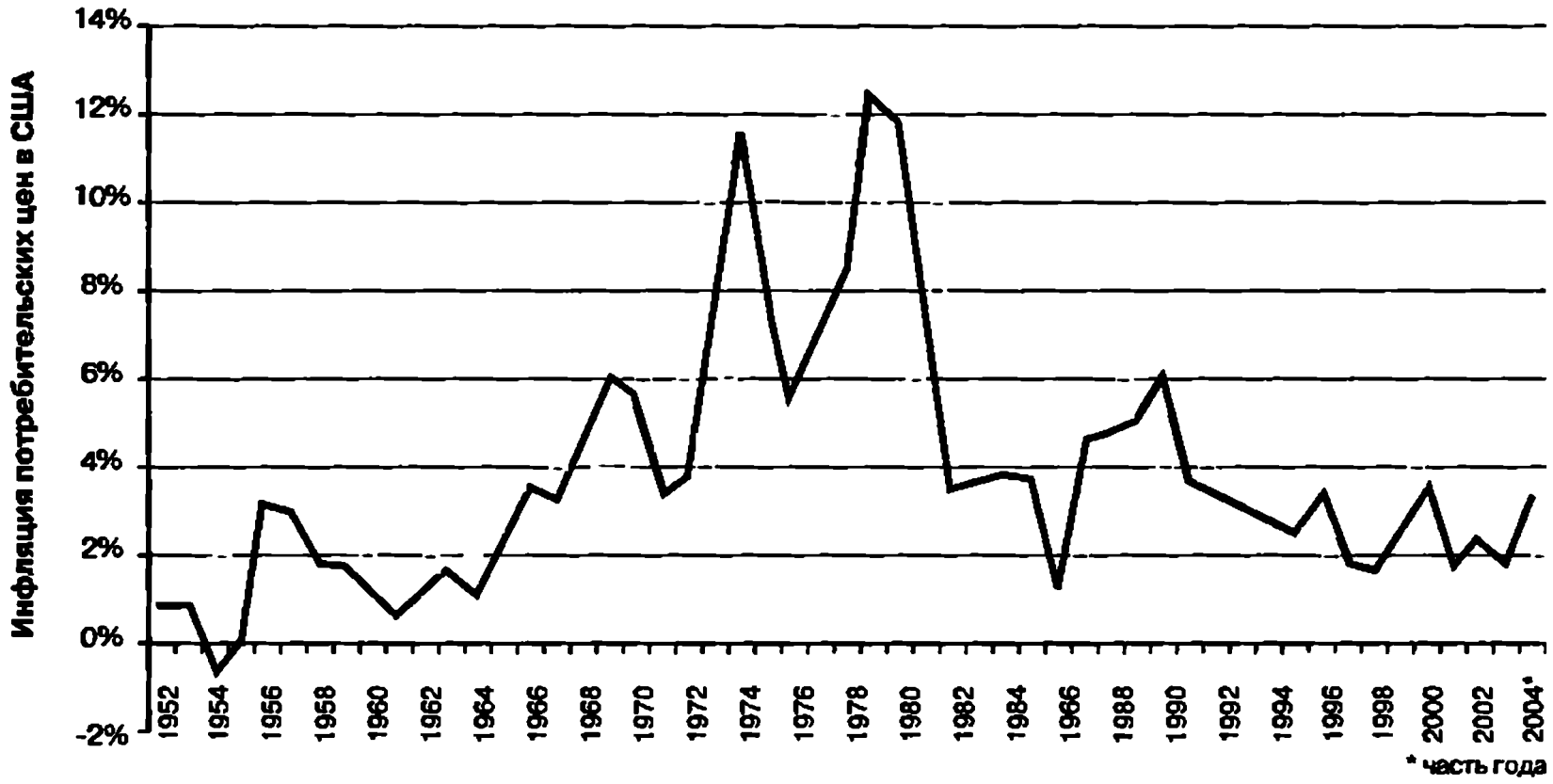


Рис. 5.1. В течение многих лет США жили при низкой инфляции
Бюро трудовой статистики

лидером школы монетаризма, которая рассматривает финансовый мир с точки зрения создания денег и их изъятия из экономики.

В своей основополагающей книге «Монетарная история США 1867–1960 годов» профессора Фридман Милтон и Анна Шварц говорят: «Деньги — удивительно интересный объект для изучения, поскольку они полны тайн и парадоксов. Листок зеленоватой бумаги с напечатанными на нем символами лишь немного отличается от такого же листка бумаги, вырезанного из газеты или журнала. Однако первый позволяет его обладателю приобрести себе некоторое количество пищи, питья, одежды и других жизненных благ. Второй же годится только для разведения огня. Где же кроется различие между ними?»[2]

Чтобы понять инфляцию, нужно, предлагает профессор Фридман, частично снять с этого понятия покров монетарной тайны. Итак, наше исследование инфляции мы начнем

---

[2] Friedman M., Schwartz A.J. A Monetary History of the United States: 1867-1960 // Cambridge: *National Bureau of Economic Research*, 1963. — P. 695.

с анализа причины, по которой мы используем деньги в их нынешней форме. Представим себе некий современный рынок, участники которого вообще обходятся без денег.

Создание денег: эта почка не продается!

Хирургическая операция по пересадке почки может спасти жизнь многим людям. Иногда для трансплантации берут орган из тела недавно умершего человека, но нередко донорами становятся живые. Природа наделила нас двумя почками, хотя организм вполне обошелся бы и одной.

Мой коллега по Гарвардской школе бизнеса профессор Эл Рот участвовал в программе совершенствования системы трансплантации почек. На первый взгляд ситуация кажется довольно простой и не требующей привлечения экономических инструментов. Люди, нуждающиеся в пересадке, ищут родственника или друга, который согласен протянуть руку (точнее, почку) помощи. Те же, кто не находят донора, становятся в очередь и ждут, когда появится орган от умершего человека. Так почему же профессор Рот, экономист, оказался причастен к этому, казалось бы, чисто медицинскому процессу?

Дело в том, что определенные особенности рынка донорских почек порождают специфические проблемы, решить которые невозможно без участия экономистов. Так, доноры и реципиенты почек должны подходить друг другу по ряду физиологических факторов. Даже если супруг или супруга согласны отдать пациенту свой орган, трансплантация не всегда возможна из-за несовместимости тканей. Биологический барьер встает на пути желания спасти жизнь любимому человеку.

Потенциальным выходом для пар, страдающих от такой несовместимости, будет найти другую пару в аналогичном положении. В простейшем случае эти две пары просто взаимно обмениваются почками. Например, миссис Смит хотела бы пожертвовать свою почку мужу, мистеру Смиту, но супруги биологически несовместимы. В то же время мистер Джоунс

готов отдать собственную почку своей жене, миссис Джоунс, однако по той же причине это невозможно. Выход очевиден: миссис Смит становится донором для миссис Джоунс, а мистер Джоунс — для мистера Смита. При условии, конечно, что эти пары донор–реципиент биологически совместимы.

Такого рода проблемы согласования хорошо изучены в экономике, а мой коллега Эл Рот даже специализируется на них. В прошлом он участвовал в реформировании системы подбора специалистов на вакансии в клиниках при медицинских учебных заведениях[3]. Система трансплантации почек, кажущаяся сначала чисто медицинской, тоже нуждается в экономистах, которые решают проблемы согласования.

Взаимный обмен почками легален и уже приобретает популярность. Приведем выдержку из статьи об одном таком случае, опубликованную в *The Reporter*, Vanderbilt University Medical Center, November 21, 2003.

> *Жизнь двух семей с запада штата Теннесси навсегда изменил великодушный акт донорства органов, хотя произошло это не так, как первоначально планировалось. 53-летняя Кэй Моррис должна была получить почку от своей дочери Мелиссы Флойд, а Том Дункан — от своей подруги и соседки Патрисии Демпси. Однако выяснилось, что члены каждой пары биологически несовместимы. Проблему решила доктор Дебби Кроу, иммунолог из Нэшвилла, которая предложила парам осуществить взаимный перекрестный обмен. Обе трансплантации закончились успехом.*

Мелисса пожертвовала свою почку Тому, мужчине, с которым прежде не была знакома, а подруга Тома, Патрисия, стала

---

[3] Roth A.E., Xing X., Turnaround Time and Bottlenecks in Market Clearing: Decentralized Matching in the Market for Clinical Psychologists// *Journal of Political Economy*. — 1997. — 105. — P. 284–329.

донором для матери Мелиссы. Взаимный обмен спас сразу две пары. Фантастика.

Однако подобные договоренности связаны с рядом трудностей. Во-первых, иногда для преодоления биологической несовместимости приходится привлекать к «сделке» более двух пар. Например, Джонс Хопкинс недавно выполнил, говоря шахматным языком, «трехходовую комбинацию». Чем больше пар участвует в перекрестной трансплантации, тем сложнее подобрать каждому реципиенту своего донора, особенно потому, что оба на время операции должны находиться в одной больнице. Во-вторых, хирурги руководствуются правилом, что все трансплантации должны выполняться одновременно. В случае западного Теннесси нужно было выполнять сразу четыре операции (два донора, два реципиента), а в «трехходовой комбинации» Джонса Хопкинса шесть бригад трансплантологов одновременно работали над шестью пациентами — тремя донорами и тремя реципиентами.

Почему требуется одновременный обмен органами? Просто хирурги опасаются, что если операции проводить в разные дни, то кто-нибудь из доноров передумает. Например, мистер Джоунс, узнав, что его жена миссис Джоунс уже получила новую почку, может отказаться отдавать свою соответствующему реципиенту. Очевидно, что невозможно заставить человека стать донором против его воли.

Чтобы исключить возможность нарушения договоренностей, хирурги требуют проводить все трансплантации одновременно. Но из-за этого операции значительно усложняются, поскольку каждая требует участия большого количества медицинских работников. Не так просто организовать одновременную работу четырех или больше хирургических бригад.

Из-за требования одновременности некоторые взаимные обмены вообще не удаются. Например, у кого-то из доноров до следующего года не будет времени на операцию. Вот если бы

найти какой-нибудь способ сохранить стоимость на длительное время, некоторые обмены стали бы возможны. Допустим, донор отдает свою почку неизвестному ему реципиенту, а за это получает гарантию, что близкий ему человек получит почку, когда найдется подходящий донор. Очевидно, такие обмены с задержкой во времени невозможны, если действует требование одновременности.

Используя свои знания темы согласования, профессор Эл Рот старается улучшить качество и количество взаимных обменов органами между парами. Его главная проблема — злополучное требование одновременности.

А теперь представим, на что стал бы похож наш мир, если бы требовалось все экономические транзакции выполнять одновременно. Чтобы просто заправить бак автомобиля бензином, нужно было бы тут же предоставить владельцу автозаправочной станции необходимые ему товары или услуги. Пожалуй, сильнее всего пострадала бы пенсионная система. Ведь на склоне лет большинство людей проживают богатство, накопленное до выхода на пенсию. Если бы обмен материальными благами всегда происходил только одновременно, понятие «жить на пенсию» вообще утратило бы смысл.

Каким бы удивительным ни казался нам такой мир одновременных обменов, он не мифический. Речь идет о бартерной экономике. До изобретения денег все человеческие общества использовали бартер. Еще не так давно некоторые неиндустриальные страны обходились без денег. Как иллюстрирует пример с почками, бартер серьезно тормозит экономическую активность. Поэтому бартерная экономика менее продуктивна, чем основанная на деньгах. В первой почти невозможно накопить богатство для будущего использования, например на пенсии.

Формы денег: рис, сыр, камни, золото, бумага

Деньги — действительно удивительное изобретение, своего рода смазка для экономических обменов. Как пишет Милтон Фридман деньги в их нынешней бумажной форме — почти магическая субстанция. За деньги, эти непрочные листки бумаги, человек получает настоящие товары и услуги, такие как пища, питье, транспорт, жилье. Более того, деньги позволяют накопить богатство, чтобы после выхода на пенсию жить долгие годы не работая.

О власти денег я вспоминаю каждый раз, когда попадаю в какие-нибудь экзотические места. Не успеешь выйти из суматошного и часто пыльного аэропорта, как тебя окружают местные жители, жаждущие за листок бумаги помочь тебе. Они знают, что другие люди в обмен на эти бумажки дадут им ценные товары и услуги. Обе транзакции стали возможны благодаря волшебной силе денег.

С другой стороны, деньги порождают проблемы, которых лишен бартер. Вспомним: благодаря одновременности трансплантаций все участвующие в обмене пары уверены в том, что их любимый человек не останется без необходимой ему почки. Когда же в игру вступают деньги, одна сторона отдает нечто осязаемое в обмен на всего лишь обещание будущей стоимости. Тот, кто сегодня продает гамбургер за один доллар, который он потратит в следующий вторник (или через десять лет после следующего вторника), рискует обнаружить, что его доллар за прошедшее время потерял часть своей стоимости.

Частично риск, связанный с деньгами, заключается в их несколько эфемерной природе. Современные бумажные деньги имеют стоимость лишь потому, что все люди считают их имеющими стоимость. Вот что пишет профессор Фридман: «Почему частные лица в своих частных сделках принимают доллары в обмен на товары и услуги? Короткий ответ — и правильный — звучит так: все принимают доллары, поскольку уверены, что их у них примут и другие люди. Листки бумаги

имеют стоимость благодаря вере людей в наличие стоимости у этих листков»[4].

В отличие от долларовых банкнот, некоторые ранние формы денег имели и внутреннюю ценность. В разных культурах в ходу были рис и другие злаки[5]. Получатель рисовых денег знал, что даже если все откажутся принимать их к оплате, они не пропадут, ведь их можно просто съесть. По таким же соображениям в некоторых североевропейских культурах использовали для денежного обращения сыр[6].

Хотя рис и сыр решают проблему будущей оплаты, у них есть свои недостатки. Они объемные и тяжелые, их трудно хранить, со временем они портятся. Только представьте себе, что на вашем пенсионном счете средства накапливались бы в виде риса; или, решив купить новую машину, вы потащили бы в магазин гигантский мешок сыра. Преодолеть недостатки этих «продуктовых» валют позволяют другие формы денег.

На протяжении столетий люди шли на убийства и даже рисковали собственной жизнью ради золота. Если не вдаваться в подробности, это кажется нелепым, поскольку у золота как металла очень мало сфер применения (в частности, его нельзя съесть!). Однако золото ценно не тем, что с ним можно сделать, а отсутствием недостатков, присущих «товарным» валютам, таким как рис и сыр.

Зададимся вопросом: какими характеристиками должны обладать идеальные деньги? Их подлинность легко проверить, их невозможно подделать, они компактны и удобны для переноски, не подвержены порче. Поскольку золото отвечает многим этим требованиям, оно на протяжении всей монетарной

---

[4] Friedman M., Schwartz A.J. A Monetary History of the United States: 1867–1960 // Cambridge: *National Bureau of Economic Research*, 1963. – p. 696.

[5] Quiggin A. A Survey of Primitive Money: The Beginning of Currency. – London: *Methuen*, 1907. – P. 250.

[6] Einzig, P. Primitive Money in Its Ethnological, Historical, and Economic Aspects, 2nd ed. – New York: *Pergamon Press*, 1966. – P. 310.

истории человечества было важной валютой. Оно достаточно редко встречается в природе, чтобы его небольшое количество имело высокую стоимость, поэтому золото удобно для переноски. Поддельные золотые изделия относительно легко выявить, а при длительном хранении золото не портится. Этот простой на вид набор характеристик объясняет, почему золото спускает на воду (а также топит) армады, разрушает дружбу, заполняет мечты.

Но, несмотря на все эти преимущества, золото и другие природные формы денег все же имеют и свои недостатки. Жители тихоокеанского острова Яп обнаружили это на собственном опыте[7]. Это старая история, ставшая известной после того, как профессор Грегори Мэнкью включил ее в свой учебник-бестселлер, названный просто «Макроэкономика»[8]. (Одно время профессор Мэнкью преподавал на экономическом факультете в Гарварде, а ныне возглавляет Совет экономических консультантов при президента Буше.)

Жители острова Яп используют деньги под названием «фей», которые представляют собой большие каменные колеса в форме монет; диаметр этих колес достигает 3,5 метра. Фей имеют многие характеристики оптимальных денег. Их трудно подделать и они не портятся. Правда, их трудно переносить, но это и не нужно: островитяне складируют фей в своеобразных банках и довольно редко перемещают свои деньги. Монеты переходят в собственность другого человека даже без физического перемещения. Поскольку общество достаточно мало, все знают, кому принадлежит каждый фей, поэтому, кстати, эти деньги нет смысла красть.

Много лет назад во время шторма один фей смыло в океан. Перед жителями острова Яп встал вопрос, как поступить

---

[7] Angell N. The Story of Money. – Garden City, NY: *Garden City Publishing Company*, 1929. – P. 88–89.

[8] Mankiw N.G. Macroeconomics, 5th ed. – New York: *Worth Publishers*, 2003. – P. 79.

в данной ситуации. Если смириться с потерей, то пострадает и этот человек, и все общество. Как показал профессор Фридман, количество денег влияет на экономическую активность, т. е. уменьшение количества денег наносит вред всей экономике. Поэтому островитяне решили считать, будто пропавший фей по-прежнему принадлежит тому человеку и находится на острове. Они постоянно отслеживали, к кому переходит виртуальный фей, и даже спустя много лет использовали его при сделках.

История каменных денег на острове Яп иллюстрирует проблему всех осязаемых валют. Правительство выпускает из своих рук исключительное право создавать такие деньги. Так, в случае с островом Яп, всему обществу пришлось бы обходиться меньшим количеством денег, если бы островитяне объявили смытый в океан фей потерянным. Что касается золота, то его количество определяется не правительством, а технологией разведки и добычи этого драгоценного металла.

Как мы увидим ниже, правительственный контроль над деньгами часто становится источником монетарных проблем. Несмотря на это, найдется не много лидеров, которые согласятся, чтобы их экономика зависела от подъемов и спадов золотодобычи. Золотой стандарт действовал в Соединенных Штатах с 1944 года, когда приняли Бреттон-Вудское соглашение, по 1971-й. Однако президент Ричард Никсон, чтобы стимулировать экономический рост (задача, которую трудно было решить, пока действовали Бреттон-Вудские правила), упразднил привязку доллара к золоту. Сегодня примеру США последовали все крупные страны, так что деньги уже не привязаны ни к чему осязаемому. Мы живем в эру так называемых «декретных», или «бумажных», денег, потому что наши банкноты не обеспечены золотом, а правительство своими декретами регулирует их количество.

Если принять необходимые меры против фальшивомонетчиков, то бумажные деньги в высокой степени отвечают идеалу.

Их стоимость известна, они мало весят, их легко хранить. И, в отличие от золота, поступление бумажных денег контролируется правительством; оно регулирует их приток в зависимости от потребностей экономики.

Деньги обесцениваются: проблема инфляции

Экономику часто характеризуют такой сжатой формулировкой: «спрос и предложение». Если речь идет о деньгах, то колебания предложения имеют выраженные последствия. В начале XX века в этом убедились горные жители Папуа — Новой Гвинеи.

Прибрежные районы этого большого острова к северу от Австралии заселены людьми, которые на протяжении столетий поддерживали отношения со своими соседями из других стран. На небольшом расстоянии от береговой линии ландшафт острова резко меняется: там расположено высокое и гористое плато, из-за суровых условий непригодное, как считалось ранее, для жизни человека.

Однако в начале XX века группа австралийцев решила в поисках золота исследовать высокогорье. История их экспедиции имеет несколько удивительных аспектов. Во-первых, высокогорье оказалось далеко не безлюдным; там жили примерно миллион человек, на протяжении столетий почти полностью изолированных от других культур. Во-вторых, австралийцы взяли с собой кинокамеру и сняли первый контакт с неиндустриальным народом. Это, пожалуй, единственная съемка такого рода в истории. Сегодня некоторые из тех оригинальных кадров можно увидеть в научном фильме, удачно названном «Первый контакт». В-третьих, что имеет прямое отношение к теме нашей книги, у горцев в большой цене были морские раковины[9].

---

[9] Connolly B., Anderson R. First Contact. New Guinea's Highlanders Encounter the Outside World. — New York, *Viking Penguin*, 1987.

Кому придет в голову использовать в качестве денег ракушки? Для большинства культур это нелепая идея, поскольку никто не отдаст в обмен на ракушки ничего ценного. Однако для горцев Папуа — Новой Гвинеи морские раковины означали то же, что золото в античной Греции. Поскольку жили эти люди почти в полной изоляции от моря, ракушки были для них достаточно редкой вещью, чтобы малое их количество обладало высокой стоимостью. Подделку обнаружить легко, от времени ракушки не портятся. Как видим, присутствуют все те же характеристики, за которые весь остальной мир так высоко ценит золото.

Пока горцы были изолированы от морского берега, ракушечные деньги имели смысл. Австралийским золотоискателям не потребовалось много времени, чтобы увидеть в ситуации возможность для наживы. Они таки обнаружили здесь золото, однако его было сложно добывать. Австралийцы не стали сами напрягаться, а нашли циничный выход: самолетами доставляли наверх ракушки и расплачивались ими с горцами, которые и работали на золотых приисках. Через некоторое время ракушек стало так много, что они значительно потеряли в стоимости.

Безусловно, австралийцы бессовестно эксплуатировали наивных горцев Папуа — Новой Гвинеи, но последние и сами не хотели получать плату бумажными деньгами. За ракушки горцы могли купить в своей общине все, что им нужно, тогда как банкноты были совершенно бесполезны. Однако ситуация изменилась, когда австралийцы открыли магазины, в которых продавали за бумажные деньги кухонную посуду, топоры, лопаты. И не только: один из первых австралийских золотоискателей, Дэн Лихи, тоже открыл магазин и заполнил его разнообразными товарами. Угадайте, какой товар пользовался максимальной популярностью? Большие раковины «кина», традиционный атрибут ритуала ухаживания местных кавалеров.

Горцы Папуа — Новой Гвинеи обменивали свой тяжелый труд на деньги. Но в результате такой сделки рабочие пострадали,

потому что оплату получали в виде морских раковин, которые обесценились из-за быстрого роста их количества. Когда горцы соглашались получать за свою работу ракушки, они рассчитывали на их определенную, привычную стоимость. Их расчеты не оправдались, и все из-за избытка ракушек.

Несмотря на это, жители высокогорья еще много лет продолжали использовать ракушки в качестве платежного средства. Вам кажется это глупым? В таком случае, представьте, что некие инопланетяне привезли на Землю неограниченное количество золота. Вряд ли мы, земляне, сразу же отказались бы от нашей многовековой любви к этому металлу и согласились использовать бумажные деньги космических пришельцев.

Инфляция — это потеря покупательной способности денег. До прибытия австралийцев на Папуа — Новую Гвинею одна красивая раковина имела значительную стоимость: иногда ее было достаточно, чтобы заплатить выкуп за невесту. Но как только раковины стали обычным предметом, их стоимость резко упала. Так папуасы пережили суровый период инфляции. Те из них, кто накопили большой запас ракушек, с горечью наблюдали, как это богатство, физически оставаясь нетронутым, обесценивается.

С такой же проблемой столкнулись в 1920-х годах жители Веймара в Германии[10]. Люди, получавшие банкноты за свой труд или за проданные товары, вскоре поняли, что их бумажные деньги не имеют никакой стоимости. Инфляция в Германии достигла невероятных размеров. В 1920 году за отправку письма надо было заплатить без малого одну марку (денежная единица Германии). А к 1923 году та же услуга стоила уже 50 миллиардов марок! В этот период цены удваивались в течение одного дня.

В продолжение таких историй Джон Мейнард Кейнс остроумно заметил, что во время инфляции лучше ездить на такси,

---

[10] Ringer F. The German Inflation of 1923. – London: *Oxford University Press*, 1969.

тогда как в стабильное время стоит предпочесть автобус. Логика здесь такова: наняв такси, вы платите в конце поездки, а в автобусе расплачиваетесь уже при посадке. Во время гиперинфляции чем позже вы платите, тем меньшую реальную экономическую стоимость имеют отданные вами деньги. В инфляционные 1970-е годы отец моего друга Джея учил его всегда отсрочивать платежи, для чего пользоваться кредитными карточками.

Моя бабушка, пережившая немецкую гиперинфляцию, рассказывала мне о тех временах. Как только какой-нибудь член семьи получал заработную плату, бабушка мчалась в магазин и на все деньги закупала продукты и товары, пока цены не выросли. Даже ее скромное учительское жалование представляло собой внушительные пачки банкнот, и этих пачек было так много, что, отправляясь за покупками, бабушка везла деньги... в детской коляске.

Магазины были физически не в состоянии так быстро менять цены на свои товары, чтобы поспевать за темпом инфляции. Поэтому некоторые торговцы внедрили систему коэффициентов умножения[11]. Например, в бакалейном магазине на ценнике банки супа было написано 10 000. Но чтобы узнать, сколько стоит банка на самом деле, нужно было эту цифру умножить на коэффициент, указанный на витрине магазина. Так, при коэффициенте 3 суп стоил 30 тысяч. Благодаря такой системе магазин менял все цены одновременно и мгновенно, только поменяв коэффициент умножения. Например, переход от трех к четырем означал рост цен на 33%. Бабушка рассказывала, как она, стоя в очереди, боялась, чтобы коэффициент не поменяли еще до того, как она успеет заплатить.

Гиперинфляция имела для сбережений немцев катастрофические последствия. Представим себе человека, который всю

---

[11] Bopp K. Hjalmar Schacht: Central Banker // *The University of Missouri Studies*. — 1939. — xiv. — no. 1. — P. 13.

жизнь работал и накопил определенную сумму. Скажем, 20 млн марок. В 1920 году это было целое состояние, которое позволяло вести обеспеченную, праздную жизнь. Но всего через три года цена обычной почтовой марки намного превышала эту сумму. Те немцы, которые хранили сбережения в национальной валюте, марке, полностью их потеряли.

Как известно, если в одном месте убывает, то в другом прибывает. Тогда как одни немцы в результате гиперинфляции обнищали, другие стали намного богаче. Ведь она уничтожает не только сбережения, но и все долги. В Библии сказано о «юбилейных» годах, когда были прощены все долги: «И вострубите трубою в седьмой месяц, в десятый [день] месяца, в день очищения вострубите трубою по всей земле вашей; и освятите пятидесятый год и объявите свободу на земле всем жителям ее: да будет это у вас юбилей; и возвратитесь каждый во владение свое, и каждый возвратитесь в свое племя» (Третья Книга Моисеева. Левит (XXV, 8-55)). В юбилейный год будут прощены все долги.

Гиперинфляция — это, по сути, и есть юбилей. Например, за тот период в истории Германии общая стоимость всех немецких закладных в пересчете на валюту США упала с 10 млрд до... менее одного цента![12] Люди наконец-то расплатились со своими долгами, а их кредиторы получили полные тележки не имеющих почти никакой стоимости марок. Итак, один из важных эффектов инфляции — удар по тем, кто копит, но зато помощь живущим в долг (о том, как с пользой для себя использовать этот эффект, мы расскажем ниже). В зависимости от того, с какой позиции — должников или кредиторов — взглянуть на инфляцию, она будет соответственно благом или злом.

Если ликвидация долгов имеет и темную, и светлую стороны, то второй эффект высокой инфляции окрашен исключительно

---

[12] Bresciani-Turroni C. The Economics of Inflation; A Study of Currency Depreciation in Post-War Germany. — New York: *A.M. Kelley,* 1968.

в мрачные тона. Из-за неопределенной стоимости денежной единицы многие люди просто отказываются ее принимать в качестве оплаты. Экономика возвращается к бартеру со всеми сопутствующими ему недостатками одновременного обмена.

Экономика, подобная существовавшей в Германии 1920-х годов, проходит полный цикл. До создания денег все обмены осуществляются посредством бартера. Затем на смену бартеру приходят товарные деньги в форме золота, а его, в свою очередь, заменяют бумажные деньги. Если последние теряют стоимость из-за высокой инфляции, экономика возвращается к бартеру с присущими ему недостатками. Круг замкнулся.

Маша, три медведя и инфляция «в самый раз»

Однажды Маша заблудилась в лесу и набрела на избушку трех медведей. На кухне голодная девочка увидела три чашки с овсяной кашей. Она попробовала кашу из первой чашки. «Слишком горячая!» — воскликнула Маша. Потом, попробовав из второй чашки, сказала: «Слишком холодная». Дошла очередь и до третьей чашки. «Ах, эта каша — в самый раз», — довольно сказала Маша и съела всю овсянку.

Маше понравилась каша не слишком горячая и не слишком холодная. Точно так же экономисты считают, что оптимальный уровень инфляции должен быть не слишком высоким и не слишком низким. Высокая инфляция сопряжена с явными проблемами, но не лишена их и ситуация, когда цены падают. Во время недавней поездки в Токио я и моя жена Барбара обсуждали с одной нашей подругой арендную плату за местную недвижимость. Эта японка сказала нам, что каждый год она встречается с хозяином своей съемной квартиры и договаривается о *снижении* оплаты на следующий год. За последние годы стоимость земли значительно уменьшилась, поэтому арендодатели посчитали необходимым снизить арендную плату.

Хотя это кажется приятным событием, при более широком взгляде обнаруживаются отрицательные последствия.

Падающие цены порождают проблемы. Действительно, японская экономика страдает от дефляции с конца 1980-х годов, когда лопнул ее так называемый «финансовый пузырь».

Одна очевидная проблема: дефляция побуждает людей к бережливости. Потребители настолько неохотно расстаются со своими деньгами, что это идет во вред экономике. Моя подруга Джейн, например, никак не решится купить компьютер, поскольку знает — уже через год этот товар будет стоить намного дешевле. Во время дефляции уменьшаются цены любого вида, и это создает деструктивный цикл. Падающие цены побуждают людей отложить покупку, а это в свою очередь снижает спрос, из-за чего цены падают еще больше. Поведение людей прямо противоположно тому, как они ведут себя во время гиперинфляции, когда спешат тотчас же потратить полученные деньги.

Вторая проблема, которую порождает дефляция, заключается в том, что люди не любят, когда им уменьшают заработную плату. Это тоже очевидно, но удивляет то, насколько сильно люди противятся снижению своих доходов и к каким тяжелым последствиям это порой приводит. Один яркий пример касается шедших в начале 1980-х годов переговоров между рабочими и руководством компании *Hormel Foods*. Товарный ассортимент *Hormel* включал консервированный мясной фарш Spam — тот самый, который дал название ныне всем известному рекламному мусору по электронной почте. Мы включили этот пример в наш курс искусства ведения переговоров, который преподаем в Гарвардской школе бизнеса; к тому же сага о *Hormel Foods* рассказана в прекрасном документальном фильме «Американская мечта».

В начале 1980-х годов Средний Запад США — регион, в котором находится завод *Hormel* — переживал глубокий экономический спад. Рабочие отнеслись к проблемам родного предприятия с пониманием и согласились на временное снижение зарплаты. Но на очередном собрании по поводу постоянного

коллективного трудового договора рабочие и руководство попытались прийти к согласию. После интенсивных и продолжительных дебатов руководство предложило платить 10 долл. в час — менее чем на доллар ниже цифры, которая была до экономического спада. Однако рабочие потребовали оплаты, хотя бы равной оговоренной в предыдущем коллективном договоре.

Из-за этих центов, ставших камнем преткновения, рабочие объявили забастовку. Но она ударила в первую очередь по ним же. Забастовщиков уволили. Многие из них были вынуждены покинуть насиженные места и уехать в поисках лучшей доли в другие края. А компания нашла массу желающих работать за 10 долл. в час, поскольку в данном регионе за подобную работу большинство других предприятий платило почти вдвое меньше.

Забастовщики на *Hormel Foods* не согласились на небольшое снижение зарплаты, несмотря на тяжелое экономическое положение своего предприятия. В результате сами оказались в тяжелом положении.

Какое отношение имеет эта поучительная история к деньгам и инфляции? Связь между инфляцией и забастовкой на *Hormel* следующая. Допустим, что рабочим вернули их прежний уровень зарплаты, но инфляция снизила стоимость этих денег до уровня, который предложило руководство компании. Стали бы рабочие при таких обстоятельствах бастовать, рискуя потерять свои рабочие места и оказаться перед необходимостью уезжать из штата, чтобы не допустить снижения своей почасовой оплаты на несколько центов из-за инфляции? Ответ не известен, но здравый смысл и опыт подсказывают, что они не пошли бы на такие крайние меры.

Если инфляция меняет определенное решение, то говорят о «денежной иллюзии». В большинстве экономических теорий предполагается, что рабочие в двух случаях снижения фактической заработной платы — из-за действий руководства или из-за инфляции — поведут себя одинаково. Если же рабочие

реагируют на эти разные ситуации по-разному, то, по мнению традиционных экономистов, они (рабочие) действуют иррационально. (Правда, экономисты бихевиористской школы считают это поведением нормальных людей.)

В реальных жизненных ситуациях истинные причины никогда точно не известны. Возможно, в истории компании *Hormel* свою роль сыграли и другие факторы, а не только упрямство рабочих. Однако в лабораторных условиях экономисты умеют искусственно создавать инфляцию и дефляцию. Результаты последних экспериментов, которые провели профессора Эрнст Фер и Жан-Робер Тиран с коллегами, показывают, что люди склонны к денежной иллюзии[13].

Более «бытовая» разновидность денежной иллюзии состоит в том, что люди склонны устанавливать свои часы на несколько минут вперед. Так, на протяжении многих лет часы на моем компьютере спешили на шесть минут. Будь я совершенно рационален, я бы всегда без труда определял точное время. Но даже после ряда лет мой мозг ящера все еще был «сам обманываться рад» спешащими часами. Хотя я мог бы быстро высчитать верное время, мой первый взгляд воспринимает то время, какое показывают часы. Следовательно, я выхожу из помещения немного раньше, чем выходил бы при точных часах.

Денежная иллюзия — одна из причин, по которой экономисты призна*ют* небольшую инфляцию благом. Инфляция позволяет регулировать цены, не вызывая у людей желания противиться не слишком выгодной сделке. Например, возросшая конкуренция со стороны Китая может привести к некоторому снижению зарплат американских текстильных рабочих. Снижение реальной зарплаты происходит либо через прямое уменьшение (против чего рабочие наверняка

---

[13] Tyran J., Fehr E. Limited Rationality and Strategic Interaction — The Impact of the Strategic Environment on Nominal Inertia // University of St. Gallen Department of Economics working paper series, 2002.

будут протестовать), либо через рост, но меньший, чем коэффициент инфляции. Экономический эффект в обоих случаях один и тот же, однако второй вариант эмоционально более приемлем.

Жесткость зарплаты проявляется и за пределами экспериментальных лабораторий; некоторые специалисты считают, что она была важной причиной чрезвычайно высокой безработицы в годы Великой депрессии в США[14]. Из-за денежной иллюзии и дефляции, утверждают эти ученые, зарплаты в годы Депрессии упали недостаточно низко, чтобы побудить работодателей нанять больше рабочих.

Этот взгляд на инфляцию, который мы образно назвали «Маша и три медведя», глубоко изучали многие экономисты[15]. В 1996 году свое мнение об оптимальном уровне инфляции высказал Ларри Саммерс. На момент написания данной книги он занимал пост президента Гарвардского университета и, несмотря на свою молодость, успел стать штатным профессором экономики в Гарварде еще до того, как занял разные неакадемические должности, в том числе министра финансов США. Вот как он высказался о ситуации с жесткой зарплатой: «Невозможно снизить реальную зарплату, не урезав номинальную, из-за чего сложнее выполнить необходимые регулировки рынка труда». По этой и другим причинам профессор Саммерс заключает, что уровень инфляции 1–3% «кажется, в самый раз»[16].

---

[14] Bernanke B.S., Care, K. Nominal Wage Stickiness and Aggregate Supply in the Great Depression // *Quarterly Journal of Economics.* — Ill. — 1996. — P. 853–883. Bordo M.D., Erceg C.J. et al. Money, Sticky Wages and the Great Depression // *American Economic Review.* — 2000. — 90. — P. 1447–1463.

[15] Fischer S. Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability? // Achieving Price Stability (симпозиум, проведенный при спонсорской поддержке Федерального резервного банка Канзас-Сити, 1996. — P. 7–34.

[16] Summers L. Commentary: Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability? // Achieving Price Stability (симпозиум, проведенный при спонсорской поддержке Федерального резервного банка Канзас-Сити, 1996. — P. 35–43.

Йоги Берра и Милтон Фридман делят пиццу

Где мы сейчас находимся в нашем денежном путешествии? Во-первых, мы узнали, что деньги — это финансовый инструмент, изобретенный как смазка для экономики. Без денег нам пришлось бы использовать неэффективный и сложный одновременный обмен, как на рынке трансплантации почек. Во-вторых, мы определили характеристики идеальных денег, что помогает нам понять развитие типов денег. В-третьих, мы узнали правило «Маши и трех медведей» о том, что невысокая инфляция для экономики — «в самый раз».

Однако тайна сохраняется, и она не давала мне покоя еще в 1970-е годы. Наши знания о деньгах и инфляции — все это прекрасно, но какой от них прок, если инфляция — неконтролируемый монстр, способный свергать президентов и разрушать страны? Да, конечно, знать врага в лицо полезно, но было бы лучше заковать его в кандалы и посадить на цепь.

Настоящая тайна инфляции в том, почему вообще это экономическое явление окружено тайной. Ведь в причинах инфляции и контроле над ней нет ничего магического. В сказке «Волшебник страны Оз» покров тайны спадает в тот момент, когда Дороти обратила внимание на человека, спрятавшегося за занавеской. Точно так же есть люди, которые устанавливают уровень инфляции. Другими словами, инфляция — это не бесконтрольное чудовище, а домашняя ручная собачка, которую создали и контролируют монетарные органы.

Милтону Фридману мы обязаны академическим пониманием инфляции. Но, как и во многих других сферах, Йоги Берра и без степени доктора экономики уловил суть этого явления. Когда легендарного бейсболиста спросили, на сколько частей он разделил бы пиццу, Берра ответил: «Всего на четыре, потому что я на диете». (Точно не известно, действительно ли Йоги был автором этой шутки. По словам самого спортсмена, ему часто приписывают чужие слова. Он даже был вынужден издать книгу под названием «На самом деле я сказал не все, что сказал».)

Независимо от авторства эта шутка отражает очевидную истину. На сколько бы частей ни разделили пиццу, количество калорий, которое она содержит, не изменится. Способ деления пиццы определяет только размер каждого кусочка, но не размер всей пиццы.

Профессор Фридман пришел к тому же открытию, когда глубже копнул такое экономическое понятие, как стоимость денег. Решение о том, сколько создать денег, не особо сказывается на общем состоянии экономики, однако сильно влияет на стоимость денег. Профессор писал: «Инфляция всегда и везде выступает монетарным явлением»[17].

Когда количество денег возрастает, возникает инфляция. Именно инфляция уничтожила стоимость морских раковин в Папуа — Новой Гвинее. Когда поступление денег увеличилось из-за импорта ракушек самолетами, стоимость каждой отдельной раковины упала. Точно так же и гиперинфляция в Германии была результатом массированного притока немецких марок.

Инфляция — простое явление. Когда создают больше денег, стоимость каждой отдельной денежной единицы падает. Вот и вся инфляция.

А как насчет инфляции 1970-х годов в США? Помню, меня очень испугали сообщения, в которых она предстала некой таинственной силой. Но, как показано на рисунке 5.2, совершенно ничего таинственного в той инфляции не было. Обычное, вспомним Милтона Фридмана, «монетарное явление».

Инфляцию 1970-х годов вызвал быстрый приток свободных денег. Так же как для людей сведущих нет никакой тайны в инфляции, для них нет ничего таинственного и в лекарстве от этой напасти.

В 1979 году Пол Волкер стал председателем Федеральной резервной системы США. Когда инфляция достигла 13%

---

[17] Wincott Memorial Lecture, London, September 16, 1970.

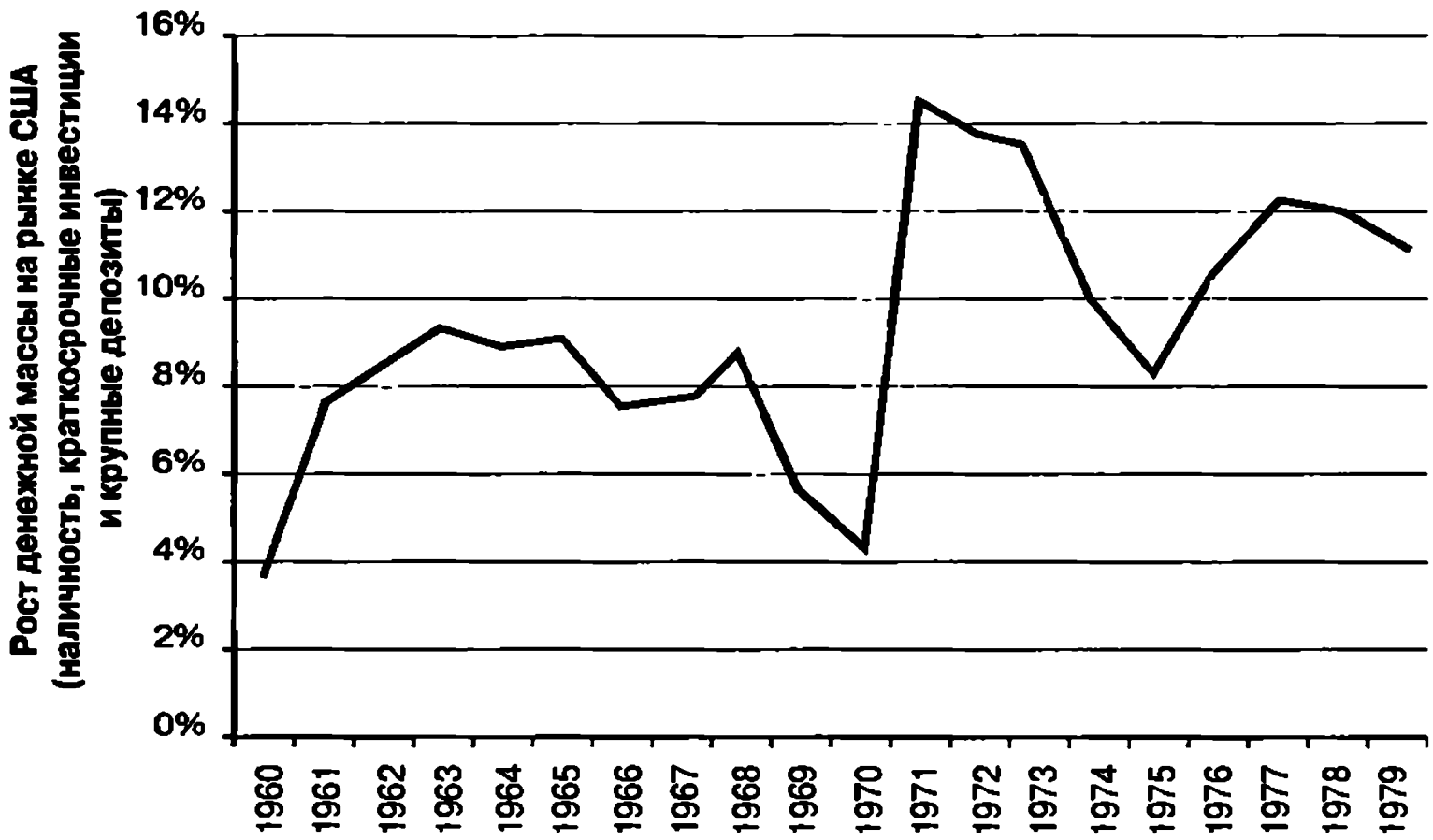


Рис. 5.2. Инфляцию 1970-х годов в США создали «свободные» деньги
. Федеральная резервная система США

в год, председатель Волкер решил прекратить это безумие. Он замедлил приток денег на рынок США, и уже к 1983 году инфляция опустилась до 4%. На обложке журнала *Time* от 22 октября 1979 года Волкер был изображен под заголовком «Железная рука 1979-го». Своей железной рукой глава Федеральной резервной системы поднял процентные ставки так, что некоторые превысили 20%. Достаточно представить себе покупку машины в кредит или жилья по ипотеке в таких условиях, чтобы понять, как жесткие деньги замедлили экономику и уменьшили инфляцию.

Как хорошо быть королем

В своей «Истории мира, часть I» Мел Брукс заметил: «Как хорошо быть королем!» И правда, король обладает уникальными возможностями для достижения своих целей (гнусных, как в кино, или благородных). Точно так же Федеральная резервная система обладает уникальными правами контролировать поступление денег на рынок, а через это поступление контролировать инфляцию.

Денежная инъекция в экономику оказывает мощный эффект. Простой пример тому я наблюдал, когда летом 1997 года жил на западе Уганды. Некоторое время я провел на станции по изучению шимпанзе, которой руководил гарвардский профессор Ричард Рэнгхэм. Мне там нравилось, но я решил, что не стоит использовать принадлежащий станции грузовик в качестве средства передвижения и поэтому мне надо купить собственный транспорт.

Я попросил родителей выслать мне телеграфным переводом немного денег в местный банк, поскольку я собрался приобрести мотоцикл. С помощью (и по протекции) нескольких сотрудников научной станции я договорился о покупке бывшего в употреблении мотоцикла по непомерной цене 2,4 тыс. долл.

Когда я ездил по местным дорогам, встречные люди приветствовали меня, но за спиной потешались надо мной.Ситуация казалась им смешной по многим причинам. Во-первых, моя крупная фигура выглядела нелепо на маленьком мотоцикле. Во-вторых, я выложил как минимум на тысячу долларов больше, чем заплатил бы местный житель (они говорили, что я купил мотоцикл по «мзунгу», т. е., на суахили, по «европейской» цене). В-третьих, по обеим сторонам мотоцикла были наклейки, изображавшие охотника с копьем. Но я не знал, что копье — это метафора, а наклейки служат частью социальной рекламы, призывающей людей использовать презервативы. Вот почему я стал мобильным объектом для насмешек.

А теперь я расскажу о том, как произошла сделка купли-продажи. Договорившись с продавцом о цене, я отправился в банк и снял со счета 2,4 тыс. долл. в местной валюте. Поскольку я прекрасно знал, что эта сумма равна зарплате местного жителя за десять лет, к продавцу я шел в сопровождении двух охранников. За спиной у меня был рюкзак, полный местных банкнот. Владелец «носителя рекламы презервативов» попросил меня поторопиться, чтобы он успел сдать деньги в тот же банк до закрытия. Интересно, что сдавал он вырученную сумму тому

же банковскому клерку, который немного раньше обслуживал меня.

Ночью, лежа под москитной сеткой, я восхищался возможностями электронных банковских операций. Мои родители послали электронное сообщение в один из банков на западе Уганды. После этого не прошло и суток, как я стал владельцем мотоцикла, а счет его предыдущего хозяина в электронной системе банка увеличился на 2,4 тыс. долл. Я привел в движение несколько электронов, а теперь привожу в движение свой собственный мотоцикл.

Моя покупка вызвала целый каскад эффектов. Предыдущий владелец мотоцикла значительно разбогател по местным меркам. На эти деньги он купил разнообразные товары. Продавцы этих товаров, в свою очередь, тоже купили товары. Я вложил в экономику Западной Уганды немного денег, и это породило мини-волну процветания. В моем случае процветание Уганды произошло за счет небольшого падения благосостояния некоторых жителей США. Я стал богаче на 2,4 тыс. долл., но мои родители обеднели на эту же сумму. Игра с нулевым результатом, поскольку убытки компенсировали прибыль.

Однако Федеральная резервная система (ФРС) США, будучи королем мира денег, играет по собственным правилам. Чтобы я получил деньги, их должны были потерять мои родители. Когда же ФРС США что-нибудь покупает, ничей счет не уменьшается. Дело в том, что она контролирует электронную систему банковских кредитов. Так, ФРС по своему желанию увеличивает какой-нибудь счет на 2400 долл., или на 240 млрд долл., но «забывает» уменьшить на эту же сумму какой-нибудь другой счет. Когда ФРС покупает казначейские облигации США, а не мотоциклы, она производит такой же положительный эффект, как моя мини-волна процветания.

Проблема в том, что ФРС иногда создает деньги из ничего. Она «платит» за свои покупки, просто кредитуя счет продавца.

Покупки ФРС не заканчиваются, в отличие от частных операций, нулевым результатом.

Посредством таких денежных операций ФРС определяет темпы роста денежной массы, хотя от решений других людей зависит результат денежных операций. Например, скорость, с которой люди тратят свои новые заработки, влияет на экономику. Но ФРС даже с учетом «скорости» денег контролирует денежную массу и так определяет уровень инфляции.

Как читать «язык тела» Федеральной резервной системы США

В фильме «Шулера» актер Мэтт Деймон играет аса игры в покер, который поборол свою азартную привычку, но в силу обстоятельств был вынужден вновь взяться за старое. Деймон стал асом благодаря своему умению «читать» других игроков и таким образом узнавать, какие карты у них на руках. Большинство профессионалов согласятся, что способность разгадать соперника — это чрезвычайно важный навык для победы в покер. В играх такого рода ключевым преимуществом является знание человеческой природы, а не математической вероятности.

Чтобы спрогнозировать инфляцию, тоже необходимо понимать людей, контролирующих ситуацию. Рост денежной массы определяет уровень инфляции. В Соединенных Штатах денежную массу контролирует Федеральная резервная система. Значит, чтобы спрогнозировать инфляцию в США, нужно хорошо представлять себе будущие действия ФРС.

В охотниках предсказать будущий уровень инфляции недостатка нет. Многие книги дают рекомендации, как защититься от грядущего обесценивания денег. Другие предвидят будущий инфляционный мир, в котором инвесторы, чтобы защититься, должны покупать золото.

Я же с осторожностью отношусь к тем, кто делает однозначные прогнозы по поводу предстоящей инфляции или дефляции.

В США уровень инфляции зависит от будущих решений ФРС. Поэтому прогноз инфляции должен основываться на будущих решениях монетарных органов. Более того, нынешний председатель, Алан Гринспэн, родился в 1926 году, и он, возможно, не дотянет до июня 2008 года, когда заканчивается его каденция. Поэтому на все долгосрочные инвестиции повлияет уровень инфляции, который установит новый председатель ФРС.

Рассмотрим исторический период между Первой и Второй мировыми войнами. Германия пережила гиперинфляционную депрессию, а США — дефляционную. Монетарные органы Германии напечатали огромное количество не обеспеченных денег и этим разрушили стоимость немецкой марки. Монетарные органы США не стали причиной инфляции — напротив, во время Великой депрессии цены в Америке падали.

Эти прямо противоположные результаты подтверждают, что уровень инфляции определяют люди при власти. Возможно, у немецких властей просто не было выбора. Точно так же некоторые эксперты считают, что нынешние японские монетарные органы не в состоянии остановить существующую дефляцию. А Милтон Фридман против: по его мнению, японцам легко это сделать, просто увеличив денежную массу. Я поддерживаю тех, кто считает людей, ответственных за монетарную политику, способными определять уровень инфляции. Обстоятельства же действительно немного сдерживают, но полностью не контролируют уровень инфляции.

Итак, чтобы точно спрогнозировать инфляцию, надо в деталях понимать силы, движущие людьми, которые определяют ее. Более того, как и в покере высшего класса, инфляционные прогнозы зависят от способности предсказывать поведение людей. Правда, хотя теоретически возможно предсказать поведение следующего председателя Федеральной резервной системы еще до того, как его назначат, мне пока ни разу не довелось увидеть убедительных прогнозов.

О Миссури мои инфляционные думы

Миссури — это американский штат, жители которого славятся недоверием к обещаниям, предпочитая им доказательства. Когда речь заходит об инфляционных прогнозах, я становлюсь миссурийцем. Вместо того чтобы гадать о будущих действиях еще не избранных монетарных властителей, лучше придерживаться следующей финансовой стратегии: (1) опираться на факты; (2) поступать правильно в любом мире, хоть инфляционном, хоть дефляционном.

Для начала взглянем на монетарные факты. На рисунке 5.3 показан рост денежной массы в США за последнее десятилетие. Рост ускорился, значит, факты поддерживают прогнозы относительно роста инфляции. Монетарные изменения вызывают инфляцию только через определенное время. Поэтому, возможно, ФРС посеяла зерна инфляции, которые дадут ростки годы спустя. О том, что инфляция не стоит на месте, свидетельствуют и цены на золото, и стоимость доллара. Так, золото выросло в цене с 250 долл. до более чем 400 долл. за тройскую унцию (31,1 грамма). За тот же период доллар существенно упал относительно многих валют и до абсолютного минимума относительно евро[18]. Эти движения свидетельствуют, что политика «свободных» денег, которую реализует ФРС, снижает стоимость доллара США.

Инфляционный пример еще не закончен. Во-первых, рост денежной массы за последнее десятилетие все еще ниже, чем в 1970-х годах. Во-вторых, этот рост замедлился. Так что, возможно, политика ФРС идеальна. Этот оптимистический взгляд основан на следующих рассуждениях: ФРС выпустила много денег, чтобы смягчить последствия лопнувшего «пузыря» фондового рынка; сейчас же, когда экономика выздоравливает после того сурового периода, ФРС сбавила обороты

---

[18] Федеральная резервная система США. *www.federalreserve.gov*; см. также рис. 6.3 и 6.4 этой книги.

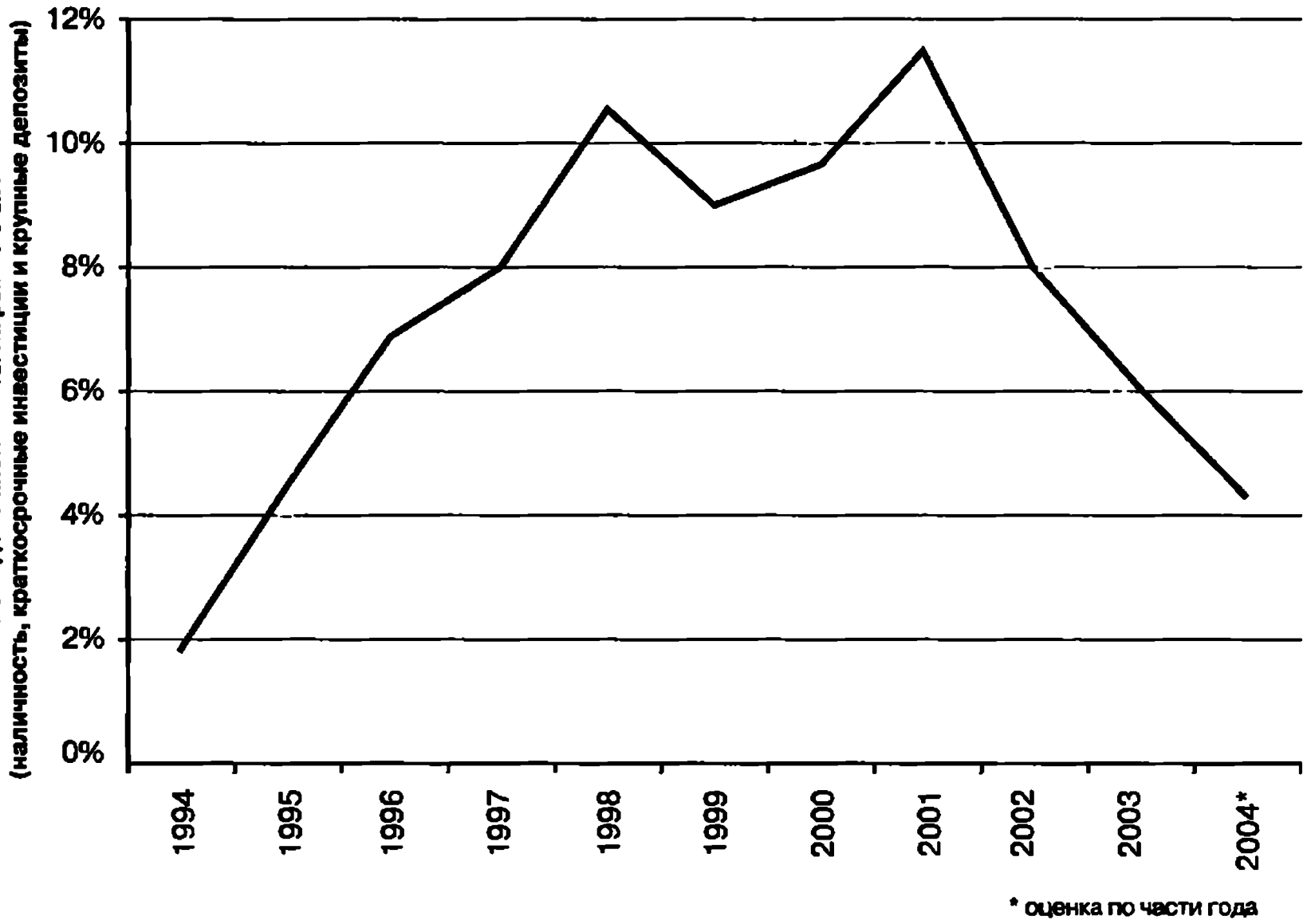


Рис. 5.3. Не создает ли ФРС опять инфляцию?
. Федеральная резервная система США

печатного станка. Если такой оптимистический сценарий правильный, то, возможно, инфляция и не повторится.

Повторим озвученную Милтоном Фридманом мантру данной главы: инфляция всегда и везде — монетарное явление. Если мы следим за ростом денежной массы, мы всегда успеем вовремя заметить первые признаки серьезных изменений уровня инфляции. Когда рост денежной массы убыстряется, жди роста инфляции и инвестируй в осязаемые активы, такие как золото и земля, а также в иностранную валюту, отличную от долларов США. Если же возрастает вероятность дефляции из-за медленного монетарного роста, предпочтительнее будут финансовые активы, особенно определенные облигации. Например, простые казначейские облигации США, даже с доходностью всего 5% в год, в дефляционных обстоятельствах станут чрезвычайно выгодными.

Застрахуйтесь от инфляции по иррационально низкой цене

Кроме внимательного наблюдения за переменами в денежной массе, существует ряд финансовых шагов, которые стоит сделать в любых обстоятельствах.

Вспомним то, что мы говорили о человеческой природе. Как мы выяснили, из-за нашего мозга ящера мы придаем слишком большое значение недавнему опыту. С 1979 года, когда Пол Волкер остановил инфляцию, США жили почти при идеальном ее уровне. Поэтому большинство инвесторов не особенно озабочены возможностью инфляции или дефляции. Проведя 20 лет при уровне инфляции «в самый раз» (низкий и стабильный), мы самоуспокоились и поэтому рискуем просмотреть первые признаки возможных проблем.

После стихийных бедствий странные вещи происходят с акциями страховых компаний. В таких страховых случаях, как ураган, пожар или землетрясение, страховики возмещают застрахованным понесенный ими ущерб, иногда выплачивая суммарно до нескольких миллиардов долларов. Как вы думаете, что происходит с акциями этих компаний сразу же после бедствия? Казалось бы, акции должны упасть в цене, отражая миллиардные убытки страховиков. Однако довольно часто картина прямо противоположная, т. е. акции дорожают.

Чем объяснить, что плохие новости оборачиваются хорошими для держателей этих акций? Ответ: после масштабных катастроф напуганные люди спешат застраховаться, поскольку поняли, что беда может прийти и к ним. Страховые фирмы действительно несут убытки, когда вынуждены выплачивать страховку, но также получают прибыль от продажи страховых полисов. Доходы часто превышают убытки, благодаря чему после катастроф курс акций страховых компаний растет.

Эта реакция на катастрофы доказывает, что в страховании, как и в других сферах, большинство людей упорно игнорируют разумную стратегию обращения с деньгами. Очевидно, что

покупать страховку лучше до бедствия, когда все безмятежно живут и не собираются тратить деньги на «ненужное», благодаря чему полисы стоят дешево. После же катастрофы все сразу умнеют и бегут в страховые компании, которые реагируют на повышенный спрос повышением цены.

20 лет жизни при инфляции «в самый раз» убаюкали нашу бдительность, и мы тоже оказались в опасном положении «до катастрофы». Мы привыкли к стабильным ценам, и наш мозг ящера не готов к ценовой нестабильности в любой форме — инфляции или дефляции. Но сейчас самое время на выгодных условиях застраховаться от ценовой нестабильности.

Рассмотрим три стратегии защиты своих материальных ценностей и от инфляции, и от дефляции. Это, по сути, покупка страховки на случай, если нам придется покинуть уютный мир инфляции «в самый раз» — низкой и стабильной.

Покупайте по сегодняшним ценам

Первый метод — это просто покупать по сегодняшним ценам. Приобретая дом, в котором планируете жить некоторое время, вы защищаетесь от ценовых колебаний. Хотя вы, возможно, проиграете в сравнении с другими вариантами, у себя дома вы защищены от инфляции. Так же, как защищены студенты в тех штатах, где разрешено оплачивать обучение авансом.

Покупая акции компаний, владеющих природными ресурсами, вы защищаетесь от колебаний товарных цен. Например, имея акции нефтяных компаний, вы выиграете при любом росте цен на нефть. Купив правильное количество таких акций, вы полностью защитите себя от последствий изменений товарных цен.

Если берете в долг, зафиксируйте текущие ставки

Вспомним, что высокая инфляция — это юбилей, когда все долги, по сути, аннулируются. Чем выше уровень инфляции, тем ниже реальная стоимость взятой в долг суммы. В 1920-х

годах немецкие должники выплатили свои ипотеки марками, которые практически ничего не стоили. Поэтому высокая инфляция — финансовая манна небесная для тех, кто берет кредиты.

Правда, это справедливо только для тех, кто взял кредит по фиксированной ставке. Все больший процент американцев лишен такого удовольствия и гасит свои займы по плавающей ставке, т. е. если растет инфляция, то пропорционально растут и суммы, которые приходится возвращать кредиторам.

Если хотите застраховаться от ценовых колебаний, выбирайте для всех своих долгов только фиксированную ставку. Тогда в инфляционных обстоятельствах реальная стоимость вашего долга уменьшится. А во время дефляции? Вы просто рефинансируете свои долги по меньшим ставкам.

Итак, в инфляционное время займы с фиксированной ставкой лучше, чем с плавающей, а в дефляционное — по крайней мере не хуже. Получается, что фиксированная ставка — это бесплатный обед? Увы, нет. Она всегда выше плавающей. Дополнительные месячные платежи по фиксированному займу можно рассматривать как покупку страхового полиса против колебаний цен. Если предыдущий анализ верен, то такая страховка обходится невероятно дешево. Брать в долг по фиксированной ставке — это не совсем бесплатный, но, по меньшей мере, недорогой обед.

Покупайте ценные бумаги, защищенные от инфляции

Правительство США продает облигации, которые обеспечивают полную защиту от инфляции. Размер выплаты по ним регулируют каждый год с учетом уровня инфляции. Если он высокий, то инвесторы получают больший процент, компенсирующий пониженную стоимость каждого доллара.

Сравним, сколько получат за десять лет инвесторы по облигациям двух видов — защищенным от инфляции и традиционным, не имеющим такой защиты. А конкретно, сравним

доходность инвестиции в размере одной тысячи долларов. По облигациям обоих видов инвесторы ежегодно получают процентные выплаты, а в конце срока — всю исходную сумму. Причем если традиционную облигацию, не защищенную от инфляции, правительство выкупит по номиналу, за одну тысячу долларов, то защищенную — за большую сумму, т. е. по номиналу с учетом инфляции.

Итак, защищенную облигацию инвестор в конце срока вернет государству как минимум за тысячу долларов, а возможно, и за большую сумму. Насколько большую? Это зависит от уровня инфляции. В таблице 5.1 приведены четыре разные сценария заключительной выплаты по облигации, незащищенной или защищенной от инфляции.

Таблица 5.1

КЦБЗИ обеспечивают защиту от инфляции (выплата на инвестицию в размере 1 тыс. долл. по наступлении срока погашения)

Уровень инфляции	*Стандартная правительственная облигация США — без защиты от инфляции (срок погашения –10 лет, долл.)*	*Казначейские ценные бумаги с защитой от инфляции (КЦБЗИ) (срок погашения –10 лет, долл.)*
0%	1000	1000
3%	1000	1344
13%	1000	3395
500%	1000	60 млрд.

Сценарий 1 — это отсутствие инфляции. Сценарий 2 — мир «Маши и трех медведей», т. е. продолжение ныне существующей 3%-ной инфляции «в самый раз». Сценарий 3 возвращает нас в США 1970-х годов, когда инфляция составляла 13% в год. И шутки ради мы рассмотрели 500%-ю инфляцию (хотя она кажется очень большой, ей далеко до бушевавшей в Германии гиперинфляции). Итак, сколько получат инвесторы за свои облигации через десять лет при различных сценариях?

Как видно из таблицы 5.1, на момент возврата начальной инвестиции облигация, защищенная от инфляции, всегда как минимум так же хороша, как и стандартная, но обычно намного лучше. Даже в экстремальных условиях защищенные облигации гарантируют инвестору защиту.

Однако за эту защиту приходится платить. Плата в виде меньшей процентной ставки, которую получают покупатели защищенных облигаций. В настоящее время разница равна примерно 3% в год. Таким образом, защита обойдется инвестору максимум в 30 долл. в год на каждую вложенную тысячу. Платить придется только при полном отсутствии инфляции. Но даже при умеренной инфляции цена страховки уменьшается.

Поскольку в последние 20 лет нам в США не нужна была защита от инфляции, исследования экономического поведения показали, что наш мозг ящера и, следовательно, рынок, недооценивают облигации с защитой от инфляции. Более того, в дефляционное время стандартные правительственные облигации США — фантастически привлекательный объект для инвестиций. Таким образом, облигации с защитой от инфляции почти уникально хороши как в инфляционные, так и дефляционные времена.

В США существуют два вида правительственных облигаций с защитой от инфляции. Это сберегательные облигации серии I и казначейские ценные бумаги с защитой от инфляции (КЦБЗИ; англ. аббревиатура — TIPS. — *Примеч. ред.*). Между ними существуют определенные правовые различия. Например, сберегательные облигации имеют ограничения по размеру покупки и типу инвестора (они доступны преимущественно гражданам США). Однако обе облигации, по сути, идентичны с точки зрения защиты от инфляции.

Мы разобрались с облигациями. Теперь следующий вопрос: насколько эффективны акции в качестве защиты от инфляции или дефляции? На первый взгляд, назвать акции средством

защиты — просто безумие. Рассмотрим три самых известных периода инфляции или дефляции. Это ныне существующая в Японии дефляция, дефляция в США в период Великой депрессии и инфляция в США в 1970-е годы. Очевидно, что во всех трех ситуациях акции были ужасно плохим объектом инвестирования. Поэтому сейчас, когда мы подходим к концу эры «Маши и трех медведей» (т. е. эры стабильных цен), акции могут показаться крайне слабой защитой для наших свободных средств.

Но второй, более глубокий взгляд, показывает, что, в отличие от прошлых периодов ценовой нестабильности, в настоящее время акции способны стать отличной инвестицией. Просто прибыли компаний имеют встроенную защиту от инфляции, так же как и защищенные правительственные облигации США. Инфляция, в отсутствие других экономических перемен, «раздувает» и доходы, и расходы компании. Поэтому прибыль, т. е. разность между доходами и расходами, растет одновременно с ростом инфляции.

Вопрос на засыпку: если корпоративная прибыль защищена от инфляции, почему акции так резко дешевели в прошлые периоды ценовой нестабильности? И ответ: в те периоды инфляция (или дефляция) была просто симптомом более глубоких проблем. Например, в США в 1970-е годы акции падали, возможно, не из-за инфляции. Нефтяной шок того времени — вот причина и инфляции, и падения акций. Поэтому в будущие периоды ценовой нестабильности акции вполне могут обеспечить защиту.

Волшебные бумажки

Как говорит профессор Фридман, деньги — пленительная тема. Волшебные листки бумаги и электронные записи в банковских компьютерах позволяют нам уйти от недостатков бартера и накапливать богатство, которое мы сможем использовать в течение многих лет.

Форма денег менялась со временем от товарной до драгоценных металлов и до существующего ныне стандарта бумажных валют. Последняя форма денег почти идеальна, если бы не один колоссальный риск. Этот риск заключается в следующем: монетарные органы могут использовать свою власть, чтобы установить неверный уровень инфляции. В прошлом из-за таких монетарных «шалостей» обанкротились многие семьи.

Соединенные Штаты прожили 20 лет эры «Маши и трех медведей», когда инфляция была «в самый раз», т. е. незначительно колебалась вокруг оптимального уровня. Согласно науке иррациональности, эти мирные и счастливые годы не подготовили нас к будущей ценовой нестабильности. Но как раз в это время, когда мозг ящера большинства людей подсказывает им, что опасностью ценовой нестабильности можно пренебречь, мы имеем отличную возможность купить недорогую защиту для своих сбережений. К счастью, для этого существуют как традиционные, так и инновационные инвестиции.

ДЕФИЦИТ И ДОЛЛАРЫ

Дядюшка Сэм — международный попрошайка

6

Не занимай и не давай взаймы

Несколько лет назад в Лос-Анджелесе я пошел поужинать с группой близких друзей и одной парой, с которой мы недавно познакомились. Поскольку некоторые из нас заказали себе очень дорогие блюда с коктейлями, а другие съели мало, мы не делили счет поровну, а решили, пусть каждый платит за себя. Когда официант принес счет на общую сумму, мы все внесли ту долю, которую считали для себя справедливой.

Но оказалось, что собрали на 40 долл. меньше, чем требовалось по счету. Лично я заказал всего лишь бургер с индейкой и диетическую колу, поэтому был уверен в том, что не ошибся при расчете своей доли; тем не менее, я внес дополнительно пять долларов. Так поступили и все остальные, и мы успешно расплатились по счету.

Через несколько дней мы попытались понять, откуда взялась недостача в 40 долл. Поскольку отношения между нами, добрыми друзьями, были построены на честности, мы вскоре вычислили, что новая пара заказала самые дорогие блюда и экстравагантные коктейли, но почти ничего не внесла в погашение счета. Мы назвали этого мужчину «Крохобором» (именно он «заплатил» за себя и подругу).

А также мы решили, что в будущем не позволим Крохобору обвести нас вокруг пальца. Мы даже попытались добиться справедливости и по прошлому случаю, для чего отрепетировали своеобразную очную ставку с Крохобором (думали припереть его к стенке вопросом в лоб: «Я заказал бургер с индейкой, а ты что?»). Хотя такие разговоры очень неприятны, мы решили пойти на него, чтобы Крохобор больше не «разводил» нас на деньги.

Однако реализовать свой план нам так и не удалось, поскольку Крохобор повторил судьбу Элвиса Пресли, т. е. умер от сердечного приступа прямо на туалетном сиденье. Это произошло спустя всего несколько недель после злосчастной истории с 40-долларовой недостачей. После смерти Крохобора его подруга обнаружила, что попала в переплет: оказалось, кавалер задолжал почти всем своим знакомым.

Он был мелким жуликом, к тому же наркоманом. Промышлял тем, что брал деньги в долг у всех, с кем сводила судьба, и никогда не возвращал. И вот что интересно: хотя Крохобор был должен многим людям, сумма составляла всего несколько тысяч долларов. Просто люди быстро понимали, с кем имеют дело, и повторно в долг ему не давали. От меня, например, Крохобору после той первой пятерки не удалось бы получить больше ни цента.

Пример Крохобора учит нас тому, что трудно вечно жить в долг. Люди инстинктивно противятся попыткам их эксплуатировать. Давая в долг, мы рассчитываем получить свои деньги обратно, а если этого не происходит, должнику не стоит рассчитывать на нас в будущем.

Это же справедливо и по отношению к странам. Те, которые потребляют больше, чем производят, должны либо возвращать долги, либо подготовиться к тому, что им больше никто не протянет руку помощи. «Текущий платежный баланс» государства показывает соотношение его производства и потребления. Страны с положительным балансом, такие как Япония,

производят больше, чем потребляют. Излишки продукции они продают другим странам. Текущий платежный баланс — это самый общий показатель национального потребления, который включает буквально все, от автомобилей до кинофильмов, юридических услуг и инвестиционного дохода. Он также включает торговый дефицит и все другие международные трансферты.

Как видно из рисунка 6.1, США, в отличие от Японии, имеют *огромный дефицит текущего платежного баланса.* Мы живем с этим дефицитом так много лет, что даже привыкли показывать его положительными цифрами. Поскольку мы не в состоянии представить себе мир, в котором США потребляют меньше, чем производят, то нашу расточительность мы принимаем как данность и только измеряем ее масштабы. Американцы потребляют гораздо больше, чем производят. В обмен на саудовскую нефть, японские автомобили и канадский лес США выдают долговые расписки на сумму примерно 500 млрд долл. в год.

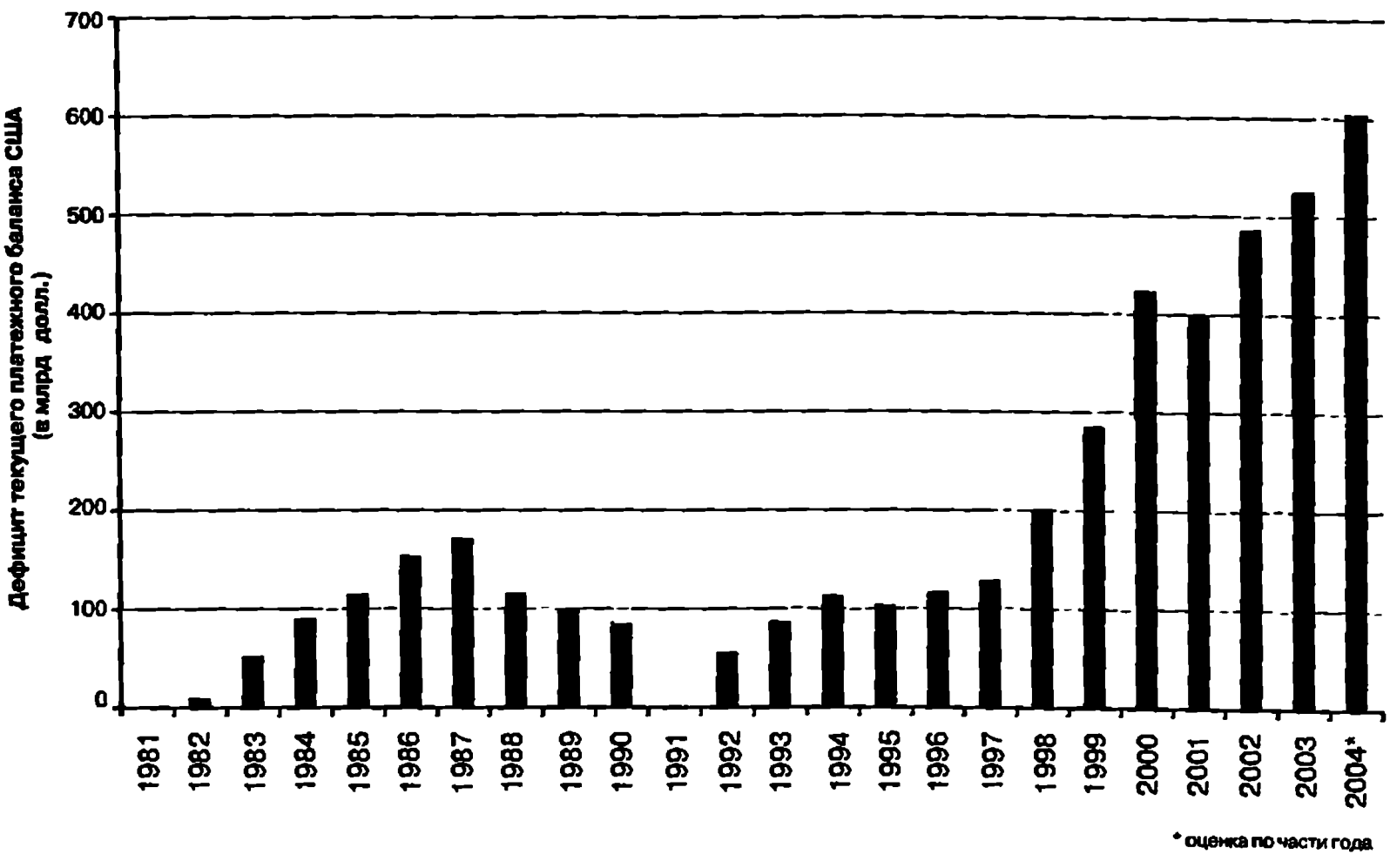


Рис. 6.1. США потребляют гораздо больше, чем производят
Министерство торговли США

Велика ли эта сумма? Вот короткий ответ: самый крупный дефицит текущего платежного баланса в истории. И расширенный ответ: такой дефицит равен примерно 5% от размера всей экономики США. Как же мы залезли в такие долги?

Текущий платежный дисбаланс зависит от валютных факторов. Когда из-за сильного доллара дешевеет канадский лес, мы импортируем больше бревен из канадской провинции Саскачеван. Чтобы разобраться с дефицитом текущего платежного баланса США, сначала рассмотрим обменные валютные курсы.

Когда я только начал изучать деньги, британский фунт стерлингов всегда стоил около 2.5 долл. Тогда я еще не понимал, что о ценах на валюту договариваются между собой правительства. Следовательно, те 2,5 долл. были не рыночной ценой, а декретной.

В 1944 году правительства решили, что обменные курсы слишком важны, поэтому их нельзя подвергать рыночной иррациональности. Экономисты возложили часть вины за Великую депрессию 1930-х годов на безумные скачки стоимости валют. Незадолго до окончания Второй мировой войны экономически развитые державы встретились в Бреттон-Вудске и договорились о стоимости своих национальных валют. Правительства хотели быть уверенными в том, что крайности, приведшие к глобальному экономическому коллапсу, больше не повторятся[1].

В 1971 году Ричард Никсон обесценил доллар и аннулировал Бреттон-Вудский пакт. Сбросив оковы фиксированной цены, доллар начал свободно колебаться между иррационально низким и иррационально высоким значениями стоимости, нарушая при этом текущий платежный баланс. Как показано на рисунке 6.1, с 1980-х годов и по настоящее время стоимость

[1] Grabbe O. The Rise and Fall of Bretton Woods (глава 1 из International Financial Markets), 3 ed. -- Englewood Cliffs, New Jersey: *Prentice-Hall*, 1996.

доллара привела к значительному и растущему платежному дефициту США.

Текущий платежный дефицит — это форма займа. В самих по себе долгах или платежном дефиците нет ничего плохого. Студенты берут кредит, чтобы получить образование, компании — чтобы расширять производство, а государства — чтобы реализовать масштабные проекты с многолетним сроком окупаемости.

Например, плотину Гувера близ Лас-Вегаса построили в 1930-х годах, а гидроэлектростанция на ней и сегодня производит очень дешевую энергию. Только скряга возражал бы против займов для строительства плотины Гувера по финансовым соображениям (хотя, конечно, против плотин существуют вполне обоснованные экологические возражения). Брать в долг для развития часто лучше, чем не прибегать к займам и не развиваться.

Но, хотя в займах нет ничего плохого, всегда наступает время, когда их надо возвращать. Помните, как Вимпи в мультфильме про моряка Папайя сказал: «Я бы с удовольствием заплатил тебе во вторник за сегодняшний гамбургер»? Он же не сказал, что с удовольствием съел бы гамбургер во вторник за сегодняшний гамбургер.

«Не занимай и не давай взаймы», — говорил Полоний своему сыну Лаэрту в «Гамлете». Хотя рекомендация кажется разумной, многие ученые считают, что Шекспир в этой сценке привел пример отца, который читает своему отпрыску нотации, дает очевидные и непрошеные советы. В первой части — брать в долг — совет пустой. Долги надо возвращать, поэтому брать в долг и давать в долг — это разные фазы, а не постоянное состояние. Невозможно всю жизнь оставаться должником (хотя, мне кажется, Крохобору это удалось).

Выводы очевидны. Странам с текущим дефицитом платежного баланса когда-нибудь придется начать производить больше, чем потреблять. Значит, Соединенные Штаты, ныне самый

крупный нетто-потребитель товаров и услуг других стран, когда-нибудь станут нетто-производителем. Через некоторое время мы будем обсуждать не текущий дефицит, а текущее *активное сальдо* (излишек) США. Поскольку нынешний дефицит огромен, неизбежный переход к активному сальдо будет иметь глубокие последствия для мировой экономики и индивидуальных инвестиций. Представим себе возможное развитие событий и их последствия.

Евро за ваши мысли

В ноябре 2002 года мы с женой ездили в Милан. Мы шли вдоль знаменитой торговой улицы Монте-Наполеоне, и Барбара увидела в витрине дамскую сумочку Bottega Veneta за 700 евро. На тот момент доллар стоил чуть больше одного евро, поэтому цена сумочки составляла примерно 680 долл.

Мы с Барбарой нашли эту цену смешной, но по разным причинам. «Как ты не понимаешь, что в Нью-Йорке за такую же сумочку просят больше 800 долларов!» — радостно говорила мне жена. Я же, кусая губы и борясь с ужасом. выдавил из себя: «Ну конечно, надо брать, и поскорее». Возвращаясь из Европы домой, в Америку, мы вылетали из аэропорта Кельна. За таможенной стойкой работала молодая немка приблизительно 23 лет от роду. «Вы задекларировали предмет стоимостью 700 евро. Могу я взглянуть на него?» — попросила она. Я показал ей сумочку, и она изумленно воскликнула: «Вот это?» «Да. Скажите, ну разве не смешная цена?» — ответил я. Мы вернулись в США с новой сумочкой Барбары и увеличили при этом платежный дефицит нашей страны на 680 долл.

Если бы наше путешествие в Европу произошло в 2004 году, мы бы обнаружили, что сумочка стоимостью 700 евро обойдется нам в 850 долл. Для американских потребителей все европейские цены значительно выросли, поскольку доллар потерял часть своей стоимости относительно евро. Девальвация денежной единицы меняет покупательские намерения

людей. Просуммируйте достаточное количество раз по 700 евро за не купленные сумочки, добавьте несколько «мерседесов», тоже не купленных американцами, и довольно скоро падающий доллар приведет к меньшему дефициту текущего платежного баланса.

Текуший платежный дефицит означает, что страна потребляет больше, чем производит. Простой способ уменьшить дефицит — это поднять цену потребления, для чего есть почти волшебное средство, а именно изменение стоимости валюты. За последние несколько лет доллар США потерял по отношению к евро почти треть своей стоимости. А по отношению к японской иене доллар дешевеет вот уже несколько десятилетий. Даже не потеряв своего долларового богатства, американские потребители сегодня намного беднее, чем несколько лет назад. Ослабление доллара ведет к тому, что мы покупаем меньше импортных товаров и услуг. Одновременно дешевеют американские товары, и их охотнее покупают иностранцы.

Более дешевый доллар уменьшает импорт и увеличивает экспорт, а это сокращает текущий платежный дефицит.

Реальные и номинальные валютные курсы

Хотя для многих людей валютные курсы — тема несколько абстрактная, для других они жизненно важны. Я понял это в 1992 году, во время поездки в городок Виктория-Фоллз. Тогда я находился в Зимбабве, на противоположном от Замбии берегу реки Замбези (раньше Зимбабве называлась Родезией, а Замбия — Северной Родезией). Однажды я взял напрокат велосипед и, переехав мост. оказался в Замбии, намереваясь проехать несколько миль до музея в городе Ливингстон.

В дороге меня ждали два интересных приключения. Во-первых. я проколол колесо. Починить его не было возможности, поэтому я решил ехать на металлическом ободе, а потом возместить владельцу велосипеда ущерб. Авария означала,

что моя и без того невысокая из-за жары скорость передвижения упала еще больше.

Во-вторых, меня окружила группа замбийцев. Им нужна была зимбабвийская валюта. Мне показалось это интересным, поскольку свои американские доллары я мог обменять на такое количество зимбабвийских денежных единиц, что чувствовал себя в Виктория-Фоллз богачом. Хотя зимбабвийская валюта была слабой по отношению к доллару США, по сравнению с валютой Замбии она казалась прочной как скала. Замбийцам так хотелось заполучить хоть немного «твердой валюты» (т. е. зимбабвийской), что они целую милю не отставали от меня — бежали рядом с моим поломанным велосипедом, стуча обувью на твердой подошве.

Но сегодня ситуация в Виктория-Фоллз прямо противоположная. Зимбабвийская валюта чрезвычайно слаба относительно замбийской. Что же произошло? Текущий уровень инфляции в Зимбабве превышает 640%. Поэтому 18,5%-ная инфляция в Замбии кажется сравнительно небольшой и контролируемой[2]. Из-за различия в уровне инфляции зимбабвийская валюта падает ежедневно. Люди, желающие накопить сбережения в стабильной валюте, изо всех сил избегают зимбабвийских денег.

Из двух валют замбийская сегодня очень прочна, что объясняется разницей в уровне инфляции. Данный пример учит нас следующему: всякий раз, говоря о валютных курсах, мы должны также рассматривать относительные уровни инфляции. Нас интересует покупательная способность наших денег (*реальный валютный курс*), а не количество банкнот, которые мы получаем в обменном пункте (*номинальный валютный курс*). В реальном валютном курсе учтены уровни инфляции.

При высоком уровне инфляции различие между номинальным и реальным валютными курсами может быть огромным.

---

[2] Информация об уровнях инфляции в разных странах предоставлена Международным валютным фондом, *www.imf.org*.

В январе 1913 года за один доллар США давали 4,2 немецкой марки. А в октябре 1923-го тот же доллар стоил уже больше 25 млрд немецких марок! Однако покупательная способность этих 25 млрд марок была даже меньше, чем 4,2 марки в 1913 году, поскольку немецкие цены выросли быстрее, чем валютный курс[3]. *Номинальная* стоимость доллара США в марках выросла в астрономических масштабах, тогда как *реальная* стоимость упала.

Но, будь у нас такая возможность, разве не замечательно было бы просто проигнорировать разницу между реальным и номинальным валютными курсами? Безусловно. Мы так и поступим. Большая часть представленного в данной книге материала относится к трем крупным валютам: доллару США, евро и японской иене. В настоящее время все три региона живут при близких низких уровнях инфляции. В таких обстоятельствах вполне допустимо использовать номинальные валютные курсы.

Два пути на Таймс-сквер

В фильме «Приезжие» главные герои Джордж и Гвен Келлерманы (в картине 1970 года их сыграли Джек Леммон и Сэнди Деннис, а в римейке 1999 года — Стив Мартин и Голди Хоун) совершили головокружительную поездку в Нью-Йорк.

Когда их самолет, направлявшийся в Нью-Йорк, приземлился в Бостоне, Келлерманы сымпровизировали и рванули в Манхэттен поездом. После очень долгой ночи, в течение которой они пережили встречу с хулиганами, полицейскую погоню и сон под открытым небом, они столкнулись с одним из своих попутчиков по авиарейсу. В отличие от измученных Келлерманов, их уравновешенный соотечественник спокойно провел ночь в Бостоне, а утренним рейсом прилетел в Нью-Йорк. Обе стороны оказались в Манхэттене к завтраку, но совершенно разными путями.

---

[3] Bresciani-Turroni C. The Economics of Inflation; A Study of Currency Depreciation in Post-War Germany. — New York: *A.M. Kelley*, 1968.

Точно так же мир может пойти абсолютно другим путем, когда США изменят свой статус со страны с крупнейшим в истории платежным дефицитом на статус страны с активным сальдо. Два недавних примера мы наблюдали в Северной Америке. Мексика прошла болезненный «келлермановский» путь, а Канада осуществила свой переход, набив гораздо меньше синяков и шишек.

В 1960-х и 1970-х годах моя семья обычно проводила отпуск в канадском национальном парке Пойнт-Пели. Как дитя города, я вместе с моей сестрой Мирандой рыскал по здешним мусорникам в поисках пустых бутылок. В удачные дни мы собирали более 100 штук, за которые в пунктах приема давали, в зависимости от вида бутылки, по два-три цента. Так несколько часов работы приносили нам два-три доллара. Однако существовала одна проблема: то были не американские, а канадские доллары, ныне также известные как «луни» (слово образовано от английского названия полярной гагары (*loon*) — птицы, которая была изображена на однодолларовой монете. — *Примеч. ред.*).

Когда мы начинали наш бутылочный бизнес, луни стоил немного меньше своего американского «коллеги»[4]. Поэтому мы относились к канадской валюте с определенным пренебрежением. К тому же, поскольку некоторые монеты были одного размера (в частности, четвертаки), люди, жившие в Детройте и соседнем канадском городе Виндзоре, часто обменивали монеты «один к одному». Я всегда радовался, когда мне удавалось сбыть свои канадские четвертаки за полную стоимость, и чувствовал себя обманутым, если кто-то всучивал мне такую монетку.

Однако в начале 1970-х годов произошло какое-то чудо. Канадские доллары, которые приносил нам наш бутылочный бизнес, вдруг стали стоить дороже американских[5]. Хотя луни

---

[4] Powell. J. A History of the Canadian Dollar. — Ottawa: *Bank of Canada*, 1999.

[5] Информация о колебаниях стоимости канадского доллара предоставлена Федеральной резервной системой США: *www.federalreserve.gov*, см. курсы иностранных валют, исторические данные.

всего лишь ненамного обогнали баксы, это событие переполнило нас с сестрой невероятной гордостью. Теперь вместо того, чтобы робко класть на стойку в магазинчике «Умелые руки» Гарри свой канадский доллар, опасаясь, что на тебя накричат, я, задрав нос, уверенно расплачивался этими славными хрустящими банкнотами.

Случись мне сегодня опять зарабатывать канадские доллары, я бы не испытывал к ним большого почтения. В конце 2001 года эта денежная единица упала до 63 американских центов. Что же произошло с моим любимым луни?

На протяжении многих лет, особенно в 1980-е, Канада жила при значительном платежном дефиците[6]. В мире после 1973 года, когда правительства после отмены Бреттон-Вудского пакта уже не контролировали валютные курсы, у Канады был один из самых больших среди промышленных стран платежный дефицит. Другими словами, в 1980-х годах Канада потребляла больше, чем производила, почти так же, как США в 2004 году.

В 1980-е годы Канада, как и Вимпи, лакомилась своими бургерами, обещая расплатиться в какой-нибудь будущий вторник. А падение канадского доллара показало, что этот вторник наконец-то наступил и пришла пора платить по счетам. Канадцам уже было не по карману импортировать столько же, как прежде, товаров и услуг. Зато дешевая национальная единица сделала канадские товары весьма привлекательными для внешнего мира. Говоря коротко, Канада прошла хрестоматийный путь. Годы, когда страна потребляла больше, чем производила, сменились периодом расплаты; эта расплата, в форме текущего активного сальдо платежного баланса, сопровождалась дешевой валютой.

Сейчас Канада последовательно поддерживает свое активное сальдо, и сам процесс ухода от дефицита был постепенным[7].

---

[6] Статистическое управление Канады, национальные доходы и расходы. Каталожный №13-001-PPB, четвертый квартал 2000 года.

[7] Статистическое управление Канады, *www.statcan.ca*.

За четверть столетия канадский доллар упал со стоимости, в 1976 году несколько превышавшей доллар США, до 63 центов, и в течение почти десяти лет оставался ниже отметки 75 центов США.

Канадский процесс регулирования платежного баланса не был безболезненным, но все же прошел относительно плавно и не вызвал страхов среди населения. А вот Мексика избрала путь Келлерманов.

В середине 1980-х годов мы с приятелями частенько ездили из Сан-Диего на мексиканский полуостров Байя заниматься серфингом. По дороге видели рекламу мексиканских инвестиционных проектов с «гарантированным» годовым доходом в размере 40%. Это были крайне привлекательные предложения, и некоторые мои друзья польстились на них.

В течение некоторого времени они действительно получали обещанные высокие проценты. Процесс очень простой: конвертируете свои доллары США в мексиканские песо и инвестируете их на год. Зарабатываете на своих песо 40% годовых и конвертируете их обратно в доллары. Инвестиция в размере одной тысячи долларов спустя 12 месяцев превращается в 1,4 тыс. долл. Не так уж плохо!

Но в мире, особенно в мире инвестиционном, лишь немногие вещи стоят дороже бесплатных завтраков. В случае с мексиканскими инвестициями подвох заключался в том, что вам обещали 40% *в песо*. А вот на долларовую стоимость этих песо гарантия не распространялась. Казалось бы, в чем проблема? Разве всего за год песо успеет сильно подешеветь?

Выяснилось, еще как успеет. В конце 1994 года мексиканский песо стоил около 30 американских центов. Через год его стоимость упала до 12 центов[8]. Теперь понятно, чего на самом деле стоят те привлекательные 40% годовых. Ваша тысяча

---

[8] Информация о колебаниях стоимости мексиканского песо со временем предоставлена Федеральной резервной системой США: *www.federalreserve.gov*, см. курсы иностранных валют, исторические данные.

долларов действительно принесет вам 40% в песо, но когда вы конвертируете полученную на руки сумму обратно в доллары, то обнаружите, что ваша тысяча уменьшилась примерно вдвое. Вместо того чтобы заработать 40% годовых, «гарантированная» инвестиция за год потеряла половину своей стоимости.

Если девальвация мексиканского песо была для иностранных инвесторов неприятным сюрпризом, для самих мексиканцев и многих других она обернулась полномасштабным кризисом. Попросту говоря, переход от текущего платежного дефицита к активному сальдо сопровождается изменением богатства. Из-за девальвации национальной валюты беднее стали и канадцы, и мексиканцы. Последним пришлось вообще туго: из-за скорости их процессов страну поразила паника, и переход стоил дорого.

Текущий дефицит платежного баланса США обязательно закончится. Путь регулирования будет каменистым или ровным. Ситуация США иная, а во многих отношениях лучше, чем канадская или мексиканская. Благодаря этим различиям многие ученые мужи уверенно прогнозируют ровный путь. Но поскольку текущий платежный дефицит США — наибольший в истории, прецедента не было. Поэтому прогнозы относительно характера пути — не более чем предположения. Пусть некоторые из них достаточно обоснованы, но, тем не менее, это всего лишь предположения.

Страна с золотым мозгом

Поскольку США занимают доминирующую экономическую позицию, то, возможно, самые точные прогнозы грядущего регулирования платежного баланса нужно искать не к северу или к югу от наших границ, а в нашей собственной американской истории. В начале 1980-х годов текуший дефицит платежного баланса США достиг рекордной на тот момент высоты (хотя рисунке 6.1 показывает, что те значения дефицита меркнут в сравнении с недавними цифрами).

Что произошло после рекордных значений платежного дефицита в США начала 1980-х годов? В данном случае нам легко дать ответ. Во-первых, текущий дефицит уменьшился. Во-вторых, уход от дефицита сопровождался существенным ослаблением доллара[9].

Имевший место в 1980-е годы период регулирования текущего платежного баланса США был плавным; он гораздо больше напоминал канадскую историю, чем кризис мексиканского песо. Вправе ли мы, исходя из нашего прошлого опыта, предполагать, что и впредь регулирование будет относительно плавным? Возможно, но сегодняшняя ситуация отличается от ситуации 1980-х годов по двум причинам. Во-первых, текущий дефицит гораздо глубже, чем 20 лет назад. Во-вторых, за последние несколько десятилетий США сменили свой статус с крупнейшего в мире кредитора на крупнейшего должника.

Главный герой произведения Альфонса Доде «Легенда о человеке с золотым мозгом» родился с черепом, полным драгоценного металла, т. е. его мозг был буквально сделан из золота. На протяжении своей жизни он расходует данное ему при рождении наследство сначала на родителей, а позже — на свою жену-красавицу. Для нее ему ничего не жалко, и он осыпает ее дорогими подарками. А расплачивается своим золотым мозгом, отщипывая от него кусочек за кусочком.

Когда жена умерла, человек с золотым мозгом устроил ей пышные похороны. Возвращаясь с кладбища домой, он зашел в лавку, чтобы купить себе пару туфель из синего атласа. Продавец, услышав крик, бросился посмотреть, что произошло, и обнаружил страшную картину: наш герой, сжимая в одной руке туфли, рассматривал другую, окровавленную, с крупинками золота на ногтях. Данное ему при рождении наследство закончилось; за прошедшие годы он полностью распродал по кусочку весь свой золотой мозг.

---

[9] Информация предоставлена Федеральной резервной системой США, долларовые индексы, исторические данные, *www.federalreserve.gov*.

Не так драматично, но зато в больших масштабах, США за последние несколько десятилетий растратили свой золотой мозг. На рисунке 6.2 показано, как США из международного кредитора превратились в должника. Цифры получены так: из суммы всех инвестиций, сделанных США за границей, вычтены все иностранные инвестиции в экономику страны.

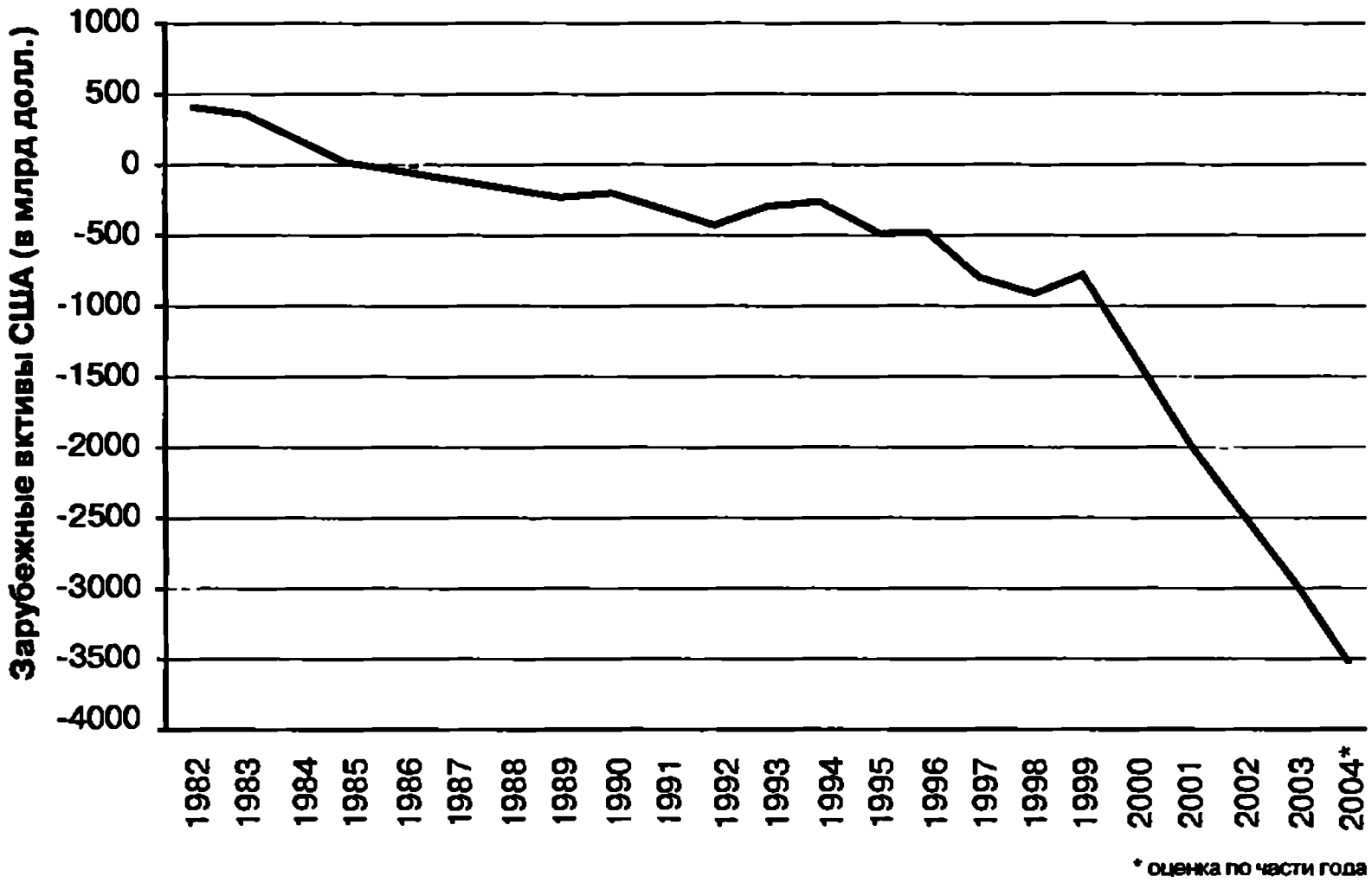


Рис. 6.2. США — крупнейший в мире должник

. Министерство торговли США

В начале 1980-х годов, как и на протяжении большей части своей истории, США были кредитором. Стоимость инвестиций, сделанных страной за рубежом, превышала стоимость инвестиций, сделанных иностранцами в экономику США. Положительная разница в размере 328 млрд долл. (1982 год) показывает накопленные США сбережения.

Если у страны имеется текущий дефицит платежного баланса, значит, она живет в долг. Особенность случая США в том, что страна начала брать взаймы с сильной позиции. В первые годы у нее просто сокращались сбережения, накопленные

в течение нескольких десятилетий. Однако в конце 1990-х и позже рост накопленного долга стал угрожающим, и к концу 2004 года США задолжали миру уже 3,5 трлн долл.

Как и текущий платежный дефицит, долг США миру тоже крупнейший в истории. На рисунке 6.2 приведена историческая, а не текущая рыночная стоимость активов. Если же учесть некоторые нюансы и подкорректировать эти цифры под размер экономики и текущие обстоятельства, тенденции движения платежного баланса и внешнего долга идентичны. Соединенные Штаты превратились из глобального кредитора (а также страны, накапливающей сбережения) в должника (потребителя).

Ростовщики и латиноамериканские дефолты

Совокупный долг США остальному миру составляет сегодня 3,5 трлн долл. Хотя для вас и для меня это большие деньги, настоящая загадка в том, почему такой *небольшой* долг вообще вызывает беспокойство. В конце концов, 3,5 трлн. долл. — это всего лишь стоимость произведенных экономикой США товаров и услуг за три месяца.

По сравнению с тем, как много и часто берут в долг частные лица, международный долг США выглядит небольшим. Например, мой шурин Генри (т. е. брат моей жены Барбары) за годы обучения в аспирантуре набрал долгов на 150 тыс. долл. На то время эта сумма равнялась доходу за много лет. Однако Генри, получив образование, стал врачом, поэтому кредиты были оправданными. Когда люди берут кредит на покупку жилья, это тоже сумма, равная доходу за много лет.

Поэтому загадка в том, почему такая незначительная сумма (доход США всего за четверть года) считается для страны проблемой. Ответ дает мой коллега по Гарвардской школе бизнеса профессор Джордж Бейкер. Судить о том, насколько велик долг, надо с учетом двух факторов: дохода берущего в долг и возможности кредитора потребовать возврата денег.

«Чарли, он взял меня за горло», — говорит Паули (которого сыграл Эрик, брат Джулии Робертс) в кинофильме «Крестный отец Гринвич-Виллидж». Паули имеет в виду местного мафиозного босса, к которому он из-за ряда необдуманных шагов влез в неподъемные долги. На самом деле мафиози обошелся с должником мягко благодаря семейным связям. Тем не менее, в нашем мире тех, кто не возвращает долги, сурово наказывают.

Зачем же вообще брать взаймы у ростовщика? Как несложно догадаться, у тех, кто идут на это, просто нет другого выхода. Какие-нибудь отчаянные обстоятельства порождают острую потребность в деньгах, и когда все другие двери закрыты, человек идет на поклон к ростовщику. Тогда вопрос не в том, почему люди берут взаймы у ростовщика, а почему ростовщик готов предоставить деньги, когда другие отказывают просителю?

Способность мафиози взять Паули за горло объясняет, почему ростовщики согласны давать деньги в долг тем людям, которым другие кредиторы отказывают. Поскольку ростовщики, чтобы взыскать свои деньги, легко пойдут на самые крайние меры, большинство людей, зная об этом, действительно очень стараются вернуть долг вовремя.

Вот два ключа к пониманию размеров кредита — финансовая ситуация заемщика и доступные кредитору способы взыскать долг. Теперь понятно, почему крупнейшие в жизни большинства людей займы связаны с их жильем. Банки дают крупные суммы в долг (крупные по сравнению с доходом заемщика) на приобретение жилья, потому что им относительно легко в случае необходимости вернуть свои деньги, отобрав у заемщика его недвижимость. Когда же кредиторам нелегко добраться до жилья (или горла) просителя, они не очень охотно расстаются со своими деньгами.

Международные кредиторы всегда рассматривают возможность дефолта, т. е. отказа страны-заемщика рассчитаться

по долгам. В декабре 2001 года Аргентина прекратила возвращать свои долги кредиторам, таким как Международный валютный фонд. На тот момент страна задолжала более 100 млрд долл. По силам ли было Аргентине погасить кредиты? Безусловно. Такая сумма равнялась стоимости произведенных страной товаров и услуг примерно за один год[10]. Аргентина была в положении домовладельца, которому вполне по силам в течение нескольких лет рассчитаться с долгами.

Но дело в том, что страны объявляют дефолт не в случае чрезмерно крупных долгов, а когда в их интересах прекратить платежи. Как сказал аргентинский президент Нестор Кирхнер, он скорее согласится выдержать последствия дефолта, чем сократить расходы, иначе стране придется расплачиваться «потом и тяжким трудом своего народа»[11].

Остроумно заметил Джон Мейнард Кейнс: «Если вы должны банку сотню фунтов стерлингов, то у вас проблема. Если же вы должны миллион фунтов, то проблема у банка». США должны миру 3,5 трлн долл., и, по мнению Кейнса, это больше проблема для кредиторов, чем для самой Америки.

Поскольку кредиторы понимают сложность ситуации, они больше не хотят давать взаймы. Это одна из причин того, почему долг США проблематичен, несмотря на относительно небольшой размер суммы для такой крупной экономики. Вторая причина заключается в следующем: ни один банк и ни одна страна не способны жестко потребовать от США возврата долгов. Значит, давая этому государству взаймы, приходится рассчитывать только на его добрую волю расплатиться с кредитором. Уже только по этой второй причине США относятся к худшей породе должников. Никому не по силам заставить Штаты вернуть кредиты.

---

[10] Международный валютный фонд, *www.imf.org*.

[11] The End of the Affair? // *The Economist*. — 2004. — February 18.

Правда, хотя США по названным двум причинам считаются ненадежным дебитором, благодаря одной особенности этой страны она вряд ли объявит дефолт. Когда Штаты поглощают мировую нефть, автомобили и другие товары, задолженность страны растет, но задолженность эта, по определению, в долларах США. Угадайте, кому проще всего создать столько долларов США, сколько нужно для погашения внешних долгов? Ответ очевиден. И поскольку создавать свою национальную валюту США могут без ограничений, дефолт им не грозит.

Большинство других стран, включая Аргентину, обещают вернуть долги в валюте, которую они не контролируют (обычно это доллары США). Когда Аргентине нужны американские доллары, чтобы вернуть часть займа, ей приходится продавать что-нибудь ценное. С другой стороны, США могут получить доллары бесплатно (как включив печатный станок, так и сделав соответствующие электронные записи на счетах Федеральной резервной системы США).

Если взглянуть на вопрос с такой точки зрения, то США во многих отношениях — лучший из возможных должников. Кредиторы этой страны не опасаются ее дефолта. Они совершенно уверены в том, что получат свои 3,5 трлн долл. до последнего цента. США точно так же наверняка вернули бы и 35 трлн, и 350, поскольку стране ничего не стоит создать эти доллары. Кажется, мы зашли в тупик. Мы так и не поняли, почему же задолженность США перед миром должна вызывать беспокойство.

В начальных сценах кинофильма «Водный мир» Кевин Костнер приходит в новое сообщество, чтобы вести там торговлю. Он предлагает местным жителям немного грязи, драгоценного ресурса для плавающего мира, которому не на чем выращивать растения. За эту грязь герою фильма обещают большие деньги, и, поторговавшись, стороны ударили по рукам. Но вскоре Костнер обнаружил, что вырученной суммы совершенно недостаточно для покупки хоть чего-нибудь полезного.

Послушайте, я дам вам за эту машину 16 триллионов «кредитов». Хорошая цена? Очевидно, это зависит от того, *что* в реальности можно купить за один «кредит». Костнер в сцене торговли вел себя совершенно неразумно. Торговаться о цене можно только тогда, когда деньги имеют известную стоимость. Те, кто дал взаймы США, получат свои деньги, как и Кевин Костнер, до последнего гроша. Они могут не опасаться, что их должник объявит дефолт.

Однако под большим сомнением реальная стоимость этих долларов. Как мы выяснили, рассматривая инфляцию, Федеральная резервная система США — вот орган, который определяет стоимость американского доллара. Чем выше внешний долг, тем больше искушение для ФРС создать деньги, чтобы погасить задолженность. Хотя 3,5 трлн не представляют для США большой проблемы, у кредиторов есть все основания опасаться, что они не получат полную стоимость выданных ими займов.

На какой фазе цикла иррациональности мы сейчас находимся?

Какова реальная стоимость доллара США? Чтобы ответить на этот вопрос, сначала повторим: ни одна страна не в состоянии вечно оставаться должником или кредитором. Поскольку США накопили массивную задолженность, которую все равно придется погашать, им предстоят долгие годы жизни с активным сальдо платежного баланса. Переход от нынешнего дефицита баланса к активному сальдо будет сопровождаться падением стоимости доллара. Рассмотрим детально основные крупные валюты. На рисунке 6.3 показано, что доллар уже потерял большую часть своей стоимости относительно евро.

В конце 2000 и 2001 годов доллар достигал своей максимальной стоимости. В течение нескольких лет он рос почти каждый день, а комментаторы соперничали друг с другом в негативных оценках перспектив евро. 17 октября 2000 года Тони

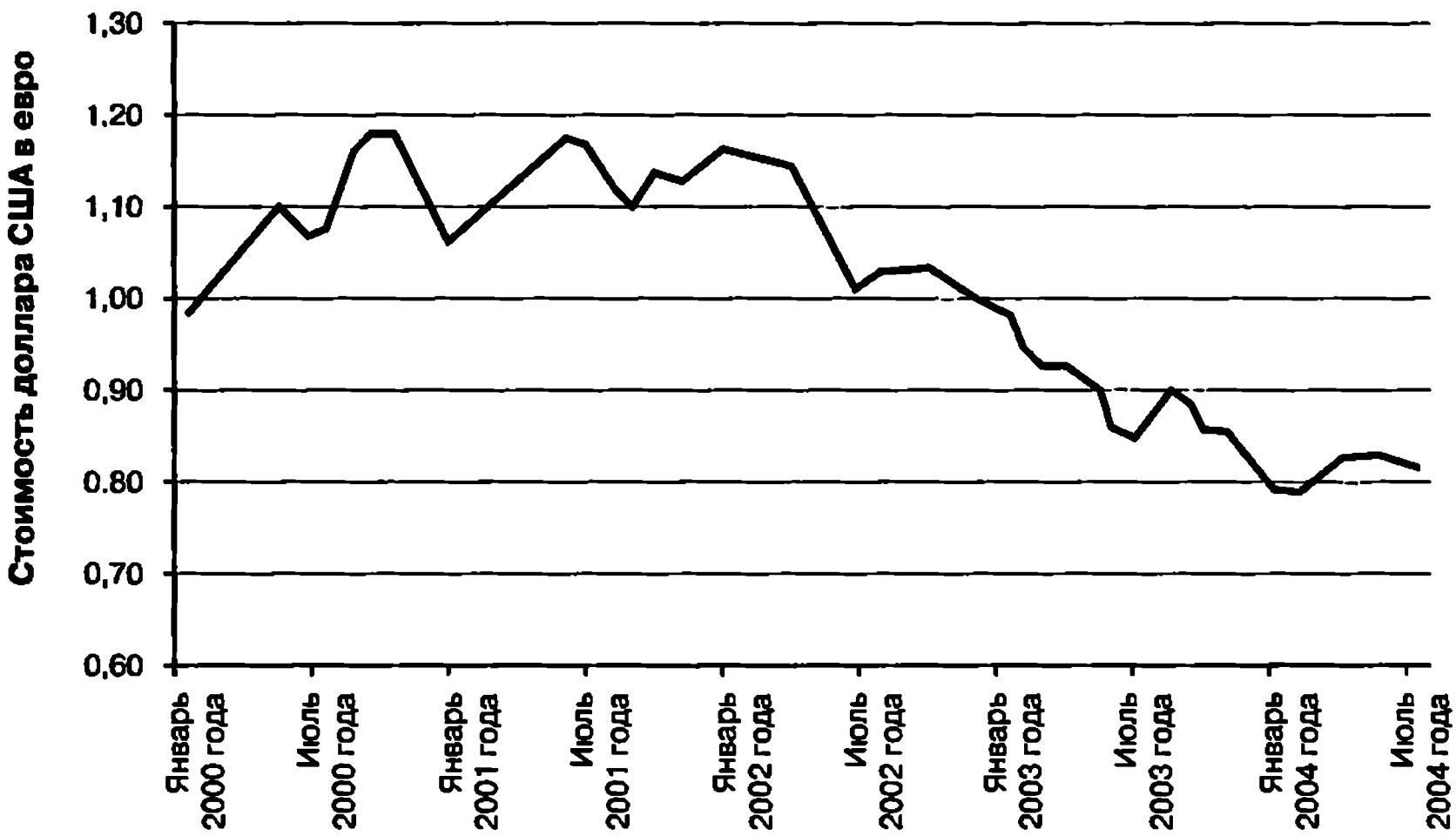


Рис. 6.3. Доллар потерял треть своей стоимости относительно евро
. Федеральная резервная система США

Норфилд, валютный аналитик одного из крупнейших голландских банков *ABN Amro*, сказал: «Просто смешно слышать, как люди упорно утверждают, будто евро существенно недооценен. Это не так». В тон ему добавила Джейн Фоли из инвестиционного банка *Barclays Capital*: «Европе все еще необходимо быстро провести структурные реформы. Пока этого не произойдет и пока производительность не улучшится, предпочтения инвесторов останутся на стороне долларов»[12].

Как часто случается на подлых рынках, эти эксперты попали пальцем в небо, что видно из рис. 6.3. В отличие от мнения Тони Норфилда, евро таки был сушественно недооценен и продемонстрировал это даже без структурных реформ в Европе. А Джейн Фоли ошиблась в своих прогнозах относительно валютных предпочтений инвесторов — евро им очень даже пришелся ко двору.

---

[12] Тони Норфилд и Джсйн Фоли процитированы в одной статье: Litterick D. Euro Below 85 Cents after Duisenberg U-Turn Over Intervention // *www.telegraph.co.uk*. — 2000. — October 17.

Очевидно, еще в 2000 году доллар имел завышенную оценку относительно евро. Однако с тех пор американская валюта потеряла треть своей стоимости в евро. Этого достаточно? На рациональных рынках падение остановилось бы в тот момент, когда цена товаров в США сравнялась бы с ценой в еврозоне.

Журнал *The Economist*, например, рассчитал, что средняя стоимость гамбургера биг-мак в США равна 2,9 долл., а в еврозоне — 3,28 долл.[13]

Поскольку все предпочли бы покупать биг-маки за 2,90, а не 3,28, то, согласно теории равенства покупательной способности, цены в разных странах сближаются. В случае с биг-маками для того, чтобы цены сравнялись, стоимость доллара должна вырасти относительно евро. Применив теорию равенства покупательной способности к бургерам, мы увидели, что доллар уже достаточно упал относительно евро. Будь цены на биг-маки индикативными для всех цен, особенно для товаров повседневного спроса, доллару вообще не надо было бы больше терять в стоимости.

Поэтому доллар, возможно, близок к своей истинной стоимости относительно евро (и этот вывод следует, конечно, из анализа равенства покупательной способности применительно не только к биг-маку). Какие еще валюты особенно важны для уменьшения текущего дефицита платежного баланса США? На рисунке 6.4 показано, что относительно корзины основных валют доллар потерял около четверти своей стоимости.

Японская и китайская экономики столь велики, что их валюты заслуживают особого внимания. По декрету китайского правительства курс национальной валюты фиксирован относительно доллара США. В настоящее время у Китая значительное активное сальдо платежного баланса. Есть мнение (как произнесенное шепотом, так и отраженное во фьючерсных

---

[13] Big Mac Index // *The Economist*. — 2004. — May 27.

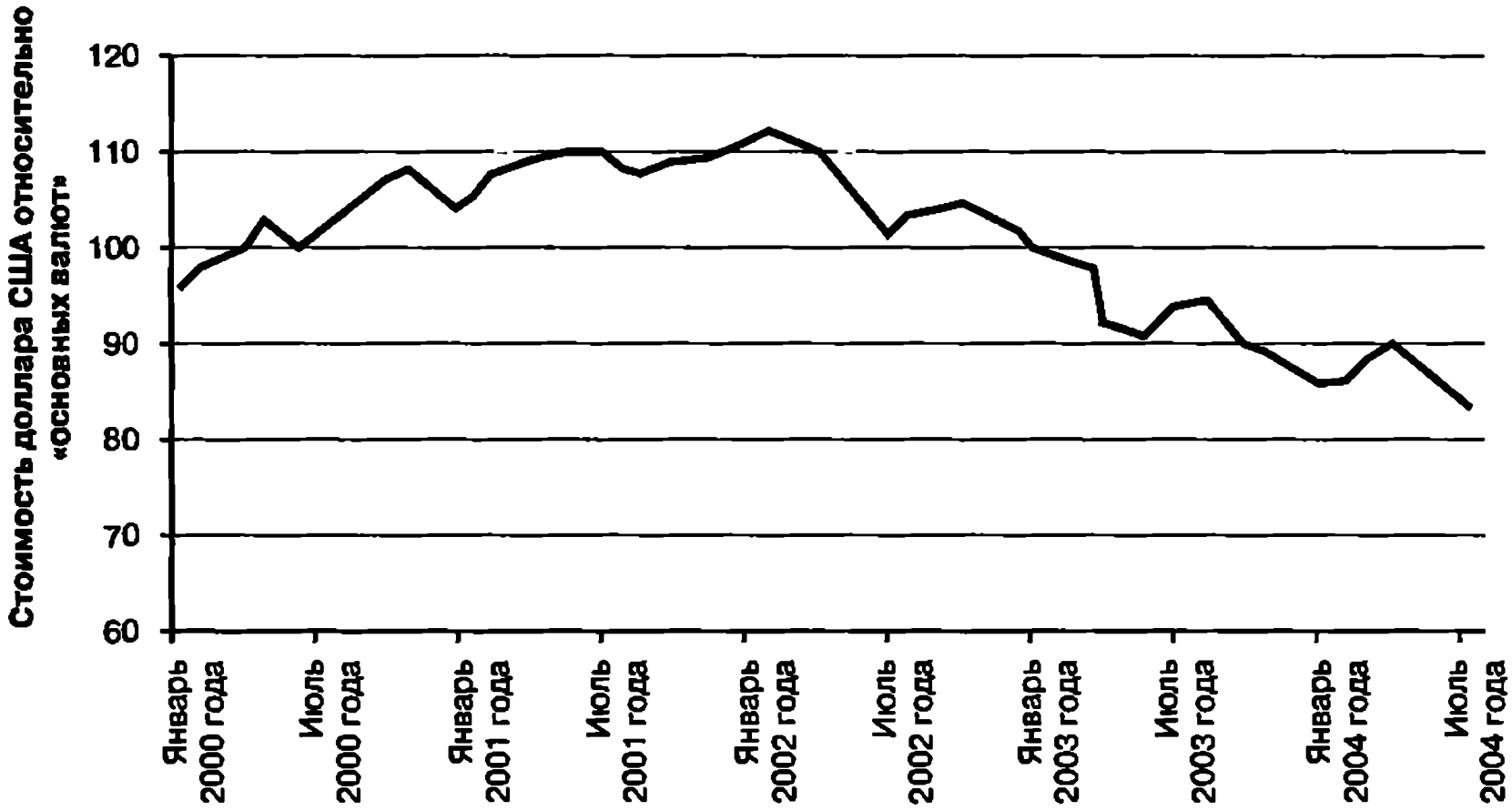


Рис. 6.4. Доллар потерял четверть своей стоимости относительно основных валют
Федеральная резервная система США

ценах), что рано или поздно доллар ослабеет относительно китайской валюты (известной как юань; ее официальное название — женьминьби («народные деньги»), или RMB).

Текущее активное сальдо Китая позволяет сделать вывод, что доллар упадет относительно юаня. А как насчет японской иены? В 1980 году я слышал выступление Дугласа Фрезера, в то время президента профсоюза *United Auto Workers*. По мнению Фрезера, японские автомобили так хорошо продаются в США потому, что доллар слишком силен относительно иены. На тот момент за один доллар США давали более 250 иен. И если бы доллар ослабел хотя бы до 200 иен, предположил Фрезер, покупать автомобили американского производства стало бы выгоднее, чем японские.

Вскоре доллар США действительно ослабел, причем намного опередил пожелания Дугласа Фрезера. В середине 2004 года за один доллар вы могли купить всего 110 иен. Но, несмотря на это, японские автомобили и другие товары остаются настолько дешевыми, что в торговле между Японией и США первая имеет существенное активное сальдо. Поэтому стоит

ожидать дальнейшего ослабления американского доллара относительно японской иены.

Низкий курс японской и китайской денежных единиц искусственно поддерживается правительствами соответствующих стран. Поскольку в длительной перспективе такое правительственное вмешательство всегда обречено на провал, со временем эти валюты, видимо, поднимутся до своего естественного уровня. В 1992 году Банк Англии попытался удержать британский фунт стерлингов на искусственном уровне. Биржевой делец Джордж Сорос поставил на то, что Банку Англии это не удастся. И оказался прав, заработав за свою проницательность, как сообщалось, 1,1 млрд долл. Поэтому весьма вероятно, что доллар упадет относительно японской иены и китайского юаня.

Сложив эти факты вместе, я прихожу к выводу: падение доллара, начавшееся в 2001 году, еще не закончилось.

Текущий платежный дефицит США удерживается у своего исторического максимума. К тому же чувства по отношению к доллару еще недостаточно негативны, чтобы он упал на рыночное дно. Вспомним, что в крайних точках рынка наш мозг ящера работает асинхронно (т. е. несогласованно) с рыночными событиями. Даже если рациональные финансовые расчеты говорят о завершении падения доллара относительно некоторых важных валют, подлые рынки не останавливаются на справедливом значении. Из науки иррациональности следует, что подобно тому, как стоимость доллара перед остановкой ее роста была чрезвычайно завышена, доллар перед тем, как прекратится его падение, неизбежно будет недооценен (и станет предметом насмешек валютных экспертов).

Как инвестировать в мире с неустойчивыми валютными курсами

Мультипликационным персонажам с помощью различных ловких трюков удается избегать катастроф. Если герой оказывается в доме, начинающем падать, находится простое решение. За секунду до того, как дом превратится в груду развалин и похоронит под собой всех в нем находящихся, кролик Багз-Банни, утенок Дэффи-Дак, длинноногая птица Роуд-Раннер и другие выскакивают на улицу и уходят, не получив ни царапины.

Хотя из рушащихся домов нам так легко не выскочить, мы можем уходить от рушащихся валют. В течение нескольких последних лет мы с женой довольно неплохо зарабатываем на облигациях, выпущенных Центральным банком Германии. Хотя по ним выплачивают низкий процент, не больше 4,5 в год, наш реальный доход составляет более 10%.

Еврооблигации приносят доход за счет процентной ставки и колебаний валютных курсов. Например, мы купили эти немецкие облигации в 2001 году. В то время каждый американский доллар стоил 1,1 евро, т. е. за каждую инвестированную тысячу долларов мы получали облигаций на сумму более чем 1100 евро. Когда через год подошел срок погашения, наши 1100 евро выросли до 1133 (за счет годовой ставки 3%). Более того, доллар потерял в стоимости, поэтому долларовая стоимость облигаций составила почти 1150. Итак, за один год еврооблигации заработали 3% по ставке плюс более 10% за счет изменения валютного курса, и наш совокупный доход составил 15%.

Чтобы не пострадать от падения американской валюты, надо выскочить из падающего дома. Для этого следует инвестировать в иностранные валюты. Простое и эффективное решение — купить неамериканские акции и неамериканские облигации.

Однако эта рекомендация имеет два нюанса. Во-первых, зависимость компании от доллара не определяется местом

расположения ее головного офиса. Например, вполне возможно, что японская компания *Toyota* сильнее зависит от доллара США, чем американская *Microsoft*. Просто первая продает много своих автомобилей в Соединенных Штатах, а вторая продает много своих программных продуктов за пределами этой страны. Поэтому при выборе неамериканских акций следует руководствоваться тем, где данная компания продает свои товары или услуги.

Во-вторых, из-за падающего доллара некоторые иностранные компании тоже оказываются в сложном положении. Например, слабеющий доллар сделал немецкие товары менее привлекательными, поэтому в Германии растет безработица. Вспомним, что текущий платежный дефицит США сокращается, когда американцы прекращают покупать итальянские дамские сумочки и немецкие автомобили, т. е. компаниям, производящим эти товары, нужно меньше рабочих. Значит, проницательный инвестор должен уклоняться от последствий падающего доллара не только в Соединенных Штатах, но и в других странах.

А сколько же инвестировать в недолларовые активы? Среднему инвестору я советую вкладывать 15% свободных средств. Чтобы минимизировать риск валютных колебаний, рекомендую людям при инвестировании ориентироваться на их собственное покупательское поведение. Например, средний американец тратит около 15% своего дохода на иностранные товары. Поэтому вполне разумной, а также сопряженной с низким риском стратегией будет инвестировать в недолларовые активы 15% свободных средств. Те, кто желают поставить на дальнейшее падение доллара, а также любители иностранных товаров вправе увеличить эту цифру.

Часть III

Как применить науку и искусство к облигациям, акциям и недвижимости

ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

В части III мы оценим перспективы облигаций, акций и недвижимого имущества. Как мы узнали из части I, рынки далеко не рациональны. Поэтому не стоит рассчитывать, что в нашем мире нас ждут обоснованные цены. В части II мы изучили движущие макроэкономические силы инвестицияй.

В данной части мы оценим инвестиции с помощью науки иррациональности (включая наше понимание мозга ящера) и искусства макроэкономики.

Вооружившись этими двумя взаимодополняющими инструментами, мы обратим внимание на важнейшие финансовые инвестиции. В главе 7 рассмотрим облигации, в том числе попытаемся выяснить, вырастут ли существенно процентные ставки. Глава 8 посвящена фондовому рынку. Вернулся ли уже «рынок быков» (т. е. растуший рынок, в отличие от падающего, или «медвежьего»), или оживление фондового рынка в начале XXI века — это всего лишь ловушка? В главе 9 мы рассмотрим недвижимое имущество и выясним, не наблюдаем ли мы очередной пузырь, на этот раз на рынке недвижимости.

Комедийная группа «Монти Пайтон» начинает фильм «Смысл жизни» с вопроса: «Для чего все это?» И, отвечая на него, с юмором рассматривает такие серьезные темы, как рождение, конфликты, старость, смерть. Фильм завершается следующим выводом.

> *Вот и подошел к концу наш фильм. Что ж, мы узнали, в чем смысл жизни... Ну, ничего особенного. Хорошо относись к людям, ешь поменьше жиров, время от времени читай хорошие книги, найди себе нормальную работу, живи с людьми любой национальности и вероисповедания в мире и гармонии.*

После такого необычного фильма совет «хорошо относись к людям» кажется очевидным и тривиальным. Как

и рекомендация «продавайте долгосрочные облигации», которую мы приводим в данной части книги. Неужели новой науке иррациональности после того, как она рассказала нам о сканировании мозга, производительности труда шимпанзе и арбитражных операциях с морскими раковинами, больше нечего добавить? Отнюдь. В двух последних главах нашей книги мы дадим читателям инновационный и удивительный совет о том, как перехитрить наш мозг ящера. Этот новый подход, основанный на «логике ящера», выведен из анализа облигаций, акций и жилья, которому посвящена данная часть **КНИГИ.**

ОБЛИГАЦИИ
Неужели они только для слабаков?

7

История США любит смелых

«Облигации — только для слабаков!» Так заявил гарвардский профессор Грег Мэнкью в 1993 году, когда я, студент докторского курса, посещал его лекции по макроэкономике. Профессор Мэнкью — не только ученый мирового класса, но также отличный популяризатор научных знаний. Я считаю его превосходным преподавателем; к тому же он обладает способностью интересно рассказывать об экономической науке, благодаря чему написал несколько учебников-бестселлеров.

Когда профессор Мэнкью сказал «Облигации — только для слабаков», я не думаю, что это была инвестиционная рекомендация. Просто он как прекрасный преподаватель предпочел образное выражение техническому термину «загадка премии по акциям»[1].

Исследователи, пытавшиеся решить загадку премии по акциям, сравнивали количество заработанных инвесторами денег на акциях США и облигациях США в 1993 году. К какому

---

[1] Mehra R., Prescott E.C. The Equity Premium: A Puzzle // *Journal of Monetary Economics*. — 1985. — 15. — P. 145–162.

выводу пришли ученые? Облигации обеспечили надежный, но мало впечатляющий доход. В истории США инвесторы, не боявшиеся рискованных акций, часто зарабатывали намного больше, чем держатели облигаций, несмотря на изменчивую природу акций. Судя по прошлому, скажем: видимо, лишь крайне робкие инвесторы (также известные как «слабаки») выбирали американские облигации вместо американских акций[2].

Внимание! Прекрасные результаты в прошлом не гарантируют таких же в будущем. Эту оговорку делают все взаимные фонды (т. е. паевые инвестиционные фонды открытого типа). Все исследования, итог которым подвел профессор Мэнкью, касались прошлого. В 1993 году экономисты были вправе утверждать, что в прошлом облигации США как объект для инвестирования уступали акциям США.

Но, очевидно, сегодняшних инвесторов интересует будущее, а не прошлое. Поэтому в данной главе мы рассмотрим перспективы, а не только прошлые результаты облигаций.

Прежде чем начать наше путешествие в мир облигаций, оговорим несколько предварительных условий. Во-первых, мы рассмотрим только правительственные облигации США. Вселенная облигаций охватывает много других типов этих ценных бумаг, включая «мусорные», муниципальные и многие другие. Так почему мы рассмотрим только правительственные облигации? Из-за истории одной козы.

Двое мужчин пришли на автомобильную свалку поискать запасные части к определенной классической модели. Свалка огромная, поэтому ее владелец предложил сначала поискать здесь именно такую модель, с которой можно было бы снять необходимые детали. При этом он предупредил мужчин, чтобы они не трогали его козу.

---

[2] Siegel J.J. Stocks for the Long Run, 2nd ed. — New York: *McGraw-Hill*, 1998, а также см. табл. 8.1 нашей книги.

Облигации

Проходя по свалке, мужчины увидели в земле какую-то нору. Один из них ногой забросил туда камешек, и оба спутника удивились, что не услышали звука удара о дно.

Как и следовало ожидать, мужчины тут же забыли о поиске запасных частей и начали бросать в казавшуюся бездонной нору все большие и большие предметы. Прошло несколько минут; так и не дождавшись звука удара о дно, мужчины, поднатужившись, спустили в нору трансмиссию. И опять безрезультатно. Спустя несколько секунд, откуда ни возьмись, появилась коза, подбежала к краю норы, на секунду задержалась, а затем прыгнула туда. Потрясенные самоубийством животного, мужчины вернулись к владельцу автосвалки.

«Вы нашли запасные части?» — спросил он их. Не упомянув о тех предметах, которые они бросили в нору, мужчины рассказали о смертельном прыжке козы. «Странно, — ответил владелец свалки, — но то не могла быть моя коза. Моя надежно привязана к трансмиссии».

В мире облигаций правительственные облигации США подобны автомобильной трансмиссии, тогда как все другие — это коза. Если правительственные облигации США упадут в стоимости, они потянут за собой все остальные облигации. Возможно, будет определенная задержка во времени, пока эти другие облигации постоят на краю, или же если у каких-то коз веревка длиннее, чем у других. Но неизбежное обязательно произойдет: если правительственные облигации США упадут в стоимости, за ними последуют все остальные американские облигации.

А возможен ли резкий скачок цены облигаций? Как мы увидим ниже, нет. В текущих обстоятельствах цена облигаций либо упадет, либо будет расти, но умеренно. Первый вывод данной главы: скорость и глубину падения рынка облигаций регулируют правительственные облигации США. Вот почему нам надо пристально наблюдать за ними.

И второй вывод: цены на облигации и процентные ставки движутся в противоположных направлениях. Другими словами, рост процентных ставок не идет на пользу держателям облигаций.

Почему? Это кажется каким-то недоразумением. Ведь простой здравый смысл позволяет выстроить следующую логическую цепочку. Что лучше: заработать на облигации 4% или 8%? Ответ очевиден: 8%-я облигация выгоднее. Поэтому рост процентных ставок должен быть выгоден держателям облигаций. Но правильный ответ прямо противоположный: держателям облигаций выгоднее, когда процентные ставки падают.

Чтобы разобраться с этим недоразумением, надо отделить сегодняшние цены на облигации от будущей прибыли от них. Мы с моим другом Крисом (это тот самый ученый-физик из Массачусетсского технологического института, с которым мы уже встречались на страницах этой книги) недавно столкнулись с подобным откровением, хотя и в нефинансовой ситуации. Крис — горячий приверженец активного образа жизни и превосходит меня в любой спортивной деятельности, которой мы занимались вместе с ним (по крайней мере, до недавнего времени). Холодная бостонская зима вынудила нас переключиться на спортивные занятия в закрытых помещениях. Мы выбрали ракетбол. Я, поскольку раньше нередко участвовал в этой игре, одержал убедительную победу над Крисом в нашем первом матче.

У него сразу испортилось настроение. Еще бы, ведь он столько раз обгонял и обыгрывал меня в различных видах спорта. Я сказал ему загадочную фразу: «Полный разгром был бы для тебя лучшим результатом». Крис попросил объяснить ее смысл. Что я и сделал: сейчас, когда в этом новом для него виде спорта он абсолютный дилетант, любые усилия и практика приведут только к росту мастерства. И действительно, с каждым новым матчем Крис играл все лучше и лучше. Наш первый поединок стал для него кратковременным поражением,

но также и началом устойчивого многомесячного прогресса. Чем хуже он играл в первом матче, тем более широкие перспективы для развития перед ним открывались.

Это справедливо и для облигаций, особенно правительственных. Чем ниже текущая стоимость правительственной облигации, тем больше она вырастет к сроку погашения. Есть такая старая шутка: в чем разница между мужчинами и облигациями? Ответ: облигации в конце концов становятся зрелыми. (Здесь юмор основан на игре слов, поскольку английский термин *maturity* означает и «срок погашения», и «зрелость». — *Примеч. ред.*) А правительственные облигации США не просто «созревают», но «созревают» строго по графику и до точно заданной цены, 100 долл. Значит, чем ниже их текущая цена, тем больше заработает держатель, когда облигации «дозреют» до номинальной цены 100 долл. Текущая низкая цена обещает более высокую будущую прибыль. И напротив: текущие более высокие цены предрекают меньшую будущую прибыль.

Когда растут процентные ставки, цены на облигации падают. И наоборот: когда процентные ставки уменьшаются, цены на облигации растут.

Возможен еще один взгляд на облигации. Для этого отделим держателей облигаций от возможных покупателей в будущем. Если бы, например, упали цены на недвижимость, это стало бы ударом для домовладельцев, но благом для будущих покупателей. Точно так же падение цен на облигации — это плохо для их держателей, но хорошо для будущих покупателей.

Решение об инвестировании в облигации следует принимать на основании прогноза о направлении изменения процентных ставок. Покупатели облигаций рассчитывают, что процентные ставки останутся стабильными или упадут. Те же, кто верит в рост процентных ставок, должны избегать облигаций. Отсюда вытекает цель этой главы: исследовать будущее процентных ставок в США.

Месть облигационных слабаков

В 1993 году профессор Мэнкью сказал, что облигации — только для слабаков, поэтому отважные инвесторы должны, как показывают исследования, покупать акции.

Даже если облигации созданы только для слабаков, те из них, кто купил эти ценные бумаги в 1993 году, очень хорошо заработали — возможно, даже больше, чем если бы они купили акции. За время, прошедшее после знаменитой фразы «облигации — только для слабаков», казначейские облигации США принесли своим держателям почти столько же денег, сколько и акции. Более того, покупатели облигаций были уверены в том, что федеральное правительство США обязательно выкупит их обратно. А держатели акций сильно рисковали, к тому же два года подряд становились жертвами серьезных потрясений на фондовом рынке.

В последние десятилетия облигации были выгодными «черепахами» для расточительных «зайцев» фондового рынка. Хорошее время для покупки облигаций началось более чем за десять лет до высказывания профессора Мэнкью — в начале 1980-х годов. За последние более чем 20 лет процентные ставки постоянно и существенно снижались (рисунок 7.1). Соответственно, держатели облигаций отлично зарабатывали в течение всего этого времени, т. е. на протяжении более чем 20 лет.

Помню, как в начале 1980-х годов я прочел в одном журнале статью, в которой рекомендовалось покупать так называемые «рейгановские облигации». То были долгосрочные правительственные облигации США с процентными ставками, значительно превышающими 10%.

Я запомнил эту статью, но вовсе не потому, что поверил написанному в ней, и не потому, что собирался покупать «рейгановские облигации». Она мне запомнилась своей смехотворностью.

Однако облигации были отличным объектом для покупки именно тогда, когда на них меньше всего обращали внимание.

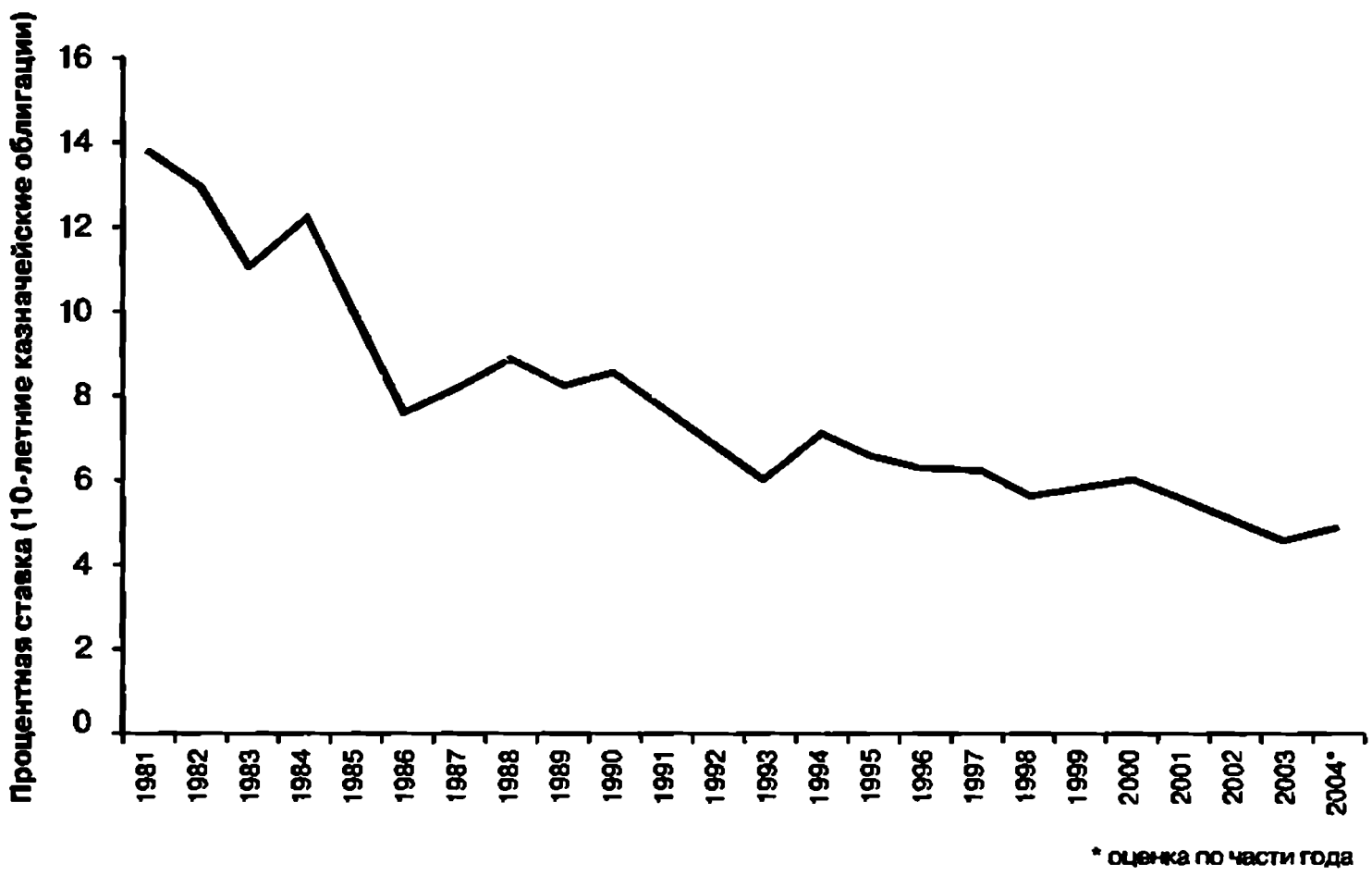


Рис. 7.1. На протяжении более чем 20 лет процентные ставки падали, а цены на облигации росли

. Федеральная резервная система США

В конце 1970-х и начале 1980-х годов горячими инвестиционными темами были материальные активы, включая золото, драгоценности, землю и полотна импрессионистов. Во время инфляции все знали, что облигации — это для идиотов (вероятно, и для идиотов-слабаков в придачу).

В последние 20 лет — со времени, когда все презирали облигации — те, кто в них инвестировал, жили в прекрасном инвестиционном мире, лучше которого и представить себе сложно. Они получали высокий доход, сопряженный с невысоким риском. «Просто праздник какой-то!» Но как долго продлится эта тенденция?

Мать любого дефицита — проедание мировых накоплений?

В одной серии мультфильма о семействе «Симпсонов» нашего героя Гомера Симпсона посылают в ад. Ему назначают несколько инновационные адские муки — есть пончики «до потери пульса». Слуги дьявола собирают все пончики со всего мира и по одному запихивают их Гомеру в рот. Но мучители

разочарованы: Гомер с удовольствием съедает все, что ему скармливают, и даже просит добавки.

Подобное ненасытное чудовище преследует рынок облигаций — это дефицит федерального бюджета США. Если американское правительство, как и Гомер Симпсон, съест все доступные кредиты, то что же останется домовладельцам и компаниям? Если закончатся деньги, которые можно взять взаймы под низкий процент, то крупный дефицит бюджета вызовет рост процентных ставок.

Действительно, существуют веские причины опасаться бюджетного дефицита США, поскольку он вынуждает американское правительство брать взаймы дополнительные полтора миллиарда долларов в день. Бывший американский сенатор Дирксен (умер в 1969 году) говорил: «Миллиард сюда, миллиард туда, и очень скоро речь пойдет о настоящих деньгах». Хотя нет письменных свидетельств, что сенатор на самом деле произнес эту фразу, 1,5 млрд долл. в день (включая выходные) — это, несомненно, настоящие деньги.

Проблема крупного дефицита в том, что он съедает все доступные кредиты и частные инвестиции. Вот как эту проблему описал Джеймс Тобин, профессор Йельского университета и лауреат Нобелевской премии по экономике.

> *На выплату федерального долга и процентов по нему идут все частные сбережения, которые в других обстоятельствах можно было бы направить на инвестиции в будущее американцев — в жилье, новые заводы и современное оборудование, образование и исследования, школы, инженерные сети, дороги федерального и местного значения, а также в приносящую доход собственность в других странах*[3].

---

[3] Tobin J. How to Think About the Deficit // *New York Review of Books.* — 1986. — 33. — no. 14. — September 25.

Насколько интенсивно бюджетный дефицит пожирает частные инвестиции? На рисунке 7.2 показаны цифры проекта бюджета, подготовленные Бюджетным управлением Конгресса США. Мы настолько привыкли к дефициту, что большинство экономистов изображают не дефицит, а перерасход бюджета. Вот почему «дефицит», который по определению — число отрицательное, обычно изображают как положительную величину.

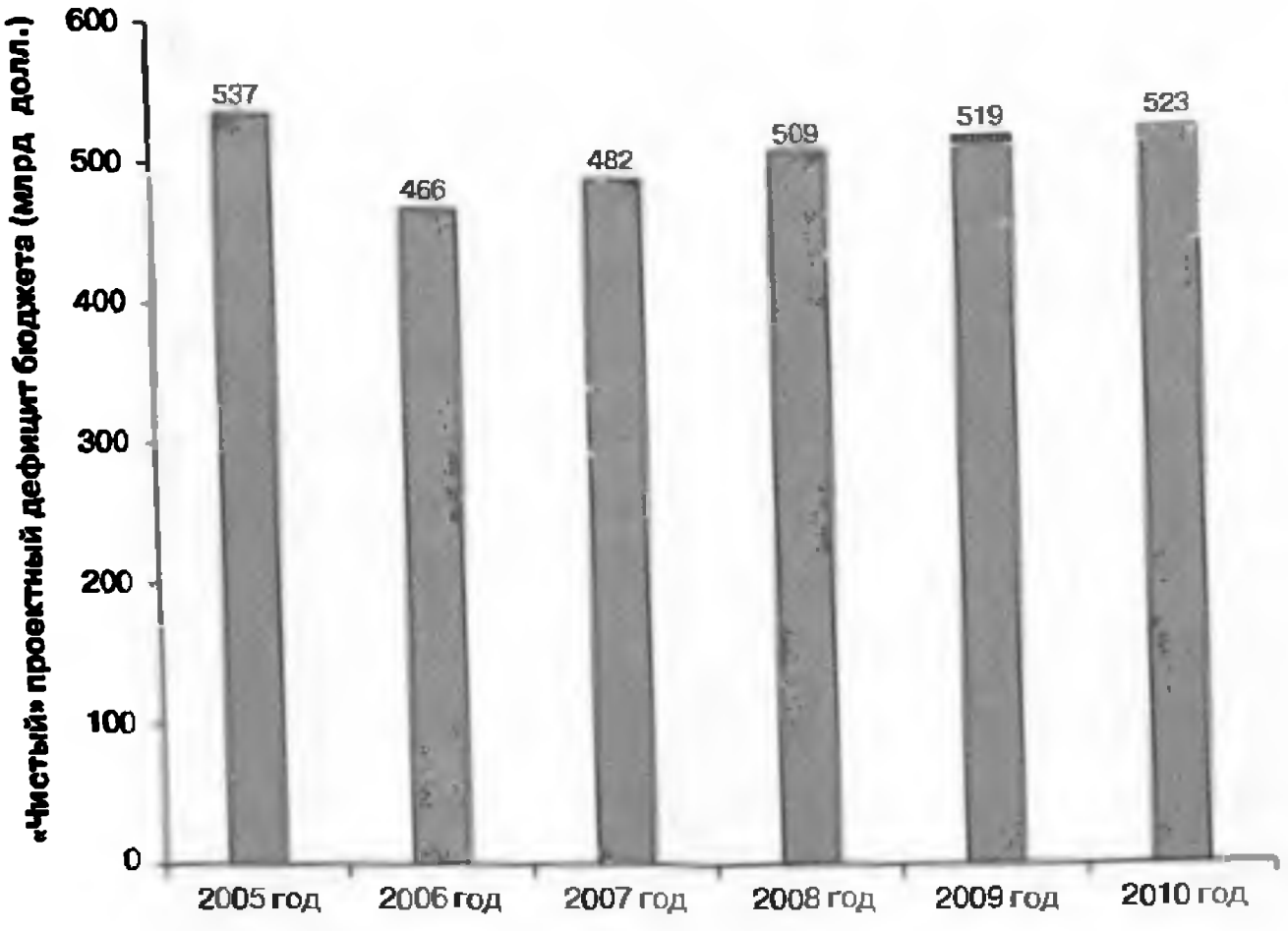


Рис. 7.2. Насколько хватает глаз, 500-миллиардный дефицит
. Бюджетное управление Конгресса США

Я считаю предположения Бюджетного управления несколько оптимистичными, особенно если вспомнить о будущих расходах. Тем не менее, нарисованная Бюджетным управлением картина будущего достаточно точна. Из нее следует, что дефицит бюджета федерального правительства США в течение ряда лет останется большим и не будет сокращаться.

Знакомясь с прогнозами бюджетного дефицита, мы спрашиваем себя: «Что будет с социальным обеспечением?» Во время президентской избирательной кампании 2000 года вице-президент Альберт Гор говорил о необходимости спрятать

фонды социального обеспечения в «банковскую ячейку»[4]. Эту идею он сделал темой своей избирательной кампании и так активно ее пропагандировал, что ее высмеяли в телепередаче «Saturday Night Live» («Прямой эфир в субботний вечер»). Хотя сюжет действительно получился веселым, сама тема крайне серьезна. Когда президент Буш прогнозирует, что к 2008 году дефицит уменьшится наполовину, он предполагает покрывать другие расходы за счет средств на социальное обеспечение.

В фондах социального обеспечения в настоящее время имеется излишек средств; если его направить на покрытие других расходов, то дефицит действительно будет казаться меньшим. Но поскольку фонды социального обеспечения рассчитаны на будущие годы, то я предпочитаю работать с «чистыми» бюджетными цифрами. Другими словами, на рисунке 7.2 показан дефицит при условии, что фонды социального обеспечения надежно спрятаны в «банковскую ячейку».

Мы смело допускаем, что федеральное правительство намерено бесконечно долго жить с большим бюджетным дефицитом; поэтому давление на процентные ставки в сторону их увеличения будет только возрастать. Чтобы понять, насколько, взглянем на цифры под нужным углом зрения.

Ежегодный бюджетный дефицит США и совокупный долг в исторической перспективе

Хотя в обозримом будущем нынешний бюджетный дефицит США, судя по всему, останется внушительным, текущая ситуация не кажется слишком мрачной, если сравнить ее с другими периодами в истории страны.

Для начала — о небольшом происшествии в нью-йоркском Центральном парке. Однажды по нему ползла улитка. Тут на нее напала черепаха и отобрала деньги. Когда полиция спросила

---

[4] Президентские дебаты, Бостон, штат Массачусетс, 3 октября 2000 года.

жертву, что произошло, улитка ответила: «Не знаю, офицер, все случилось очень быстро».

Как и скорость этих медлительных созданий. большинство вещей в мире относительно. Поэтому финансовое положение США следует сравнивать с размерами всей экономики (валовым внутренним продуктом, ВВП). При таком сравнении текущее финансовое положение США уже не кажется настолько плохим, как в иные экстремальные моменты в истории страны. На рисунке 7.3 показан общий долг федерального правительства США в виде процента от общего размера экономики для нескольких избранных лет.

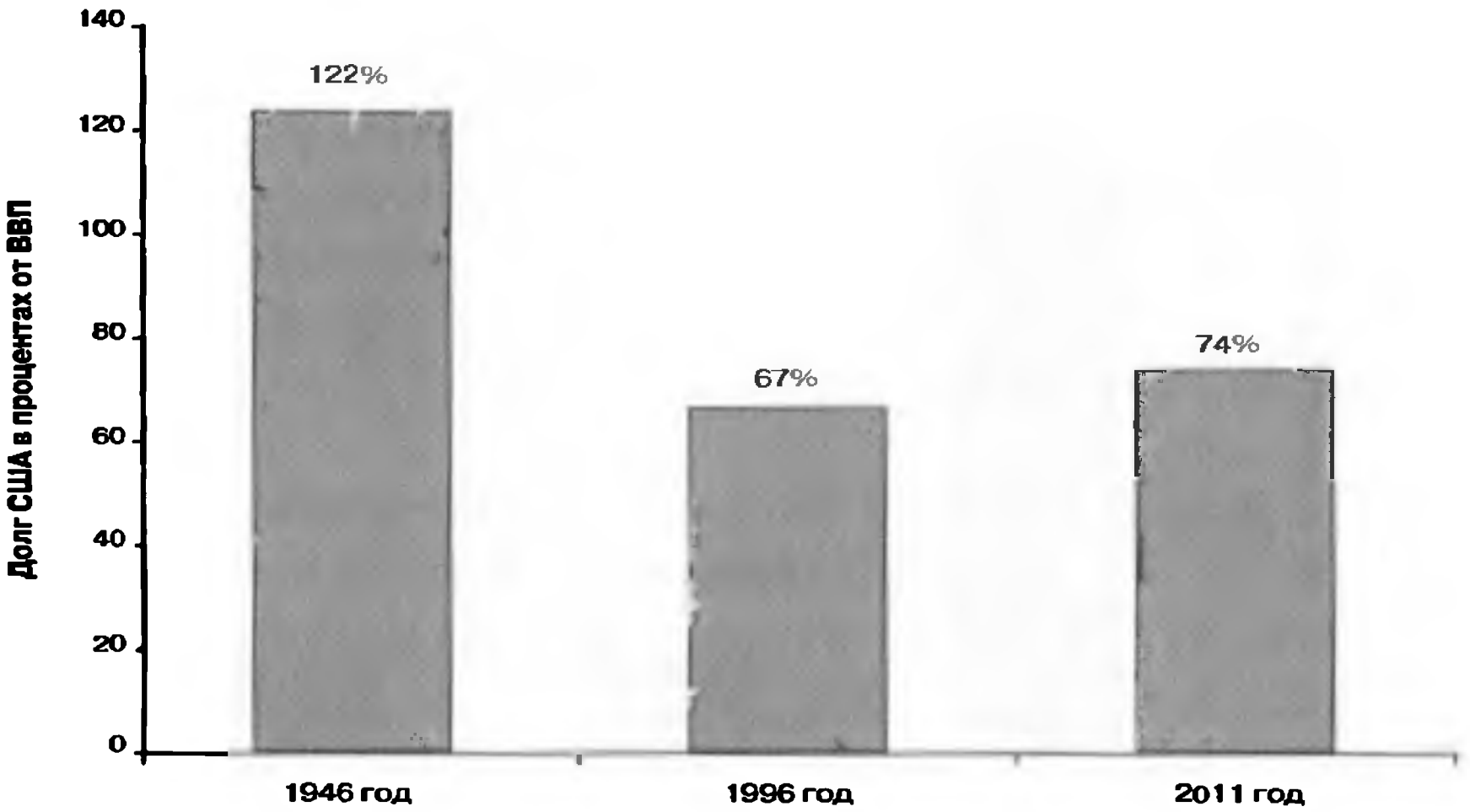


Рис. 7.3. Текущий совокупный долг США ниже исторических максимумов
. Административно-бюджетное управление; Бюджетное управление Конгресса США

Три года, показанные на рисунке 7.3, — это максимальные точки трех разных периодов. Во время Второй мировой войны США жили при огромных долгах. К 1946 году. сразу после войны, федеральный долг вырос до 122% от стоимости всей экономики. Используя текущие прогнозы, получаем, что максимальную цифру следует ожидать в 2011 году, когда

федеральный долг США достигнет 74% от размера всей экономики. Эта цифра не только значительно ниже уровня Второй мировой войны — она также не намного отличается от той, какую мы имели в 1996 году.

Если перейти от совокупного федерального долга к ежегодному дефициту бюджета, то текущие прогнозы станут выглядеть еще лучше. Хотя 600 млрд долл. — огромная сумма, наш нынешний дефицит, если сопоставить его с размером экономики, кажется крошечным по сравнению с тем, что был в годы Второй мировой войны. На рисунке 7.4 показан ежегодный дефицит в виде процента от общего размера экономики для нескольких избранных лет.

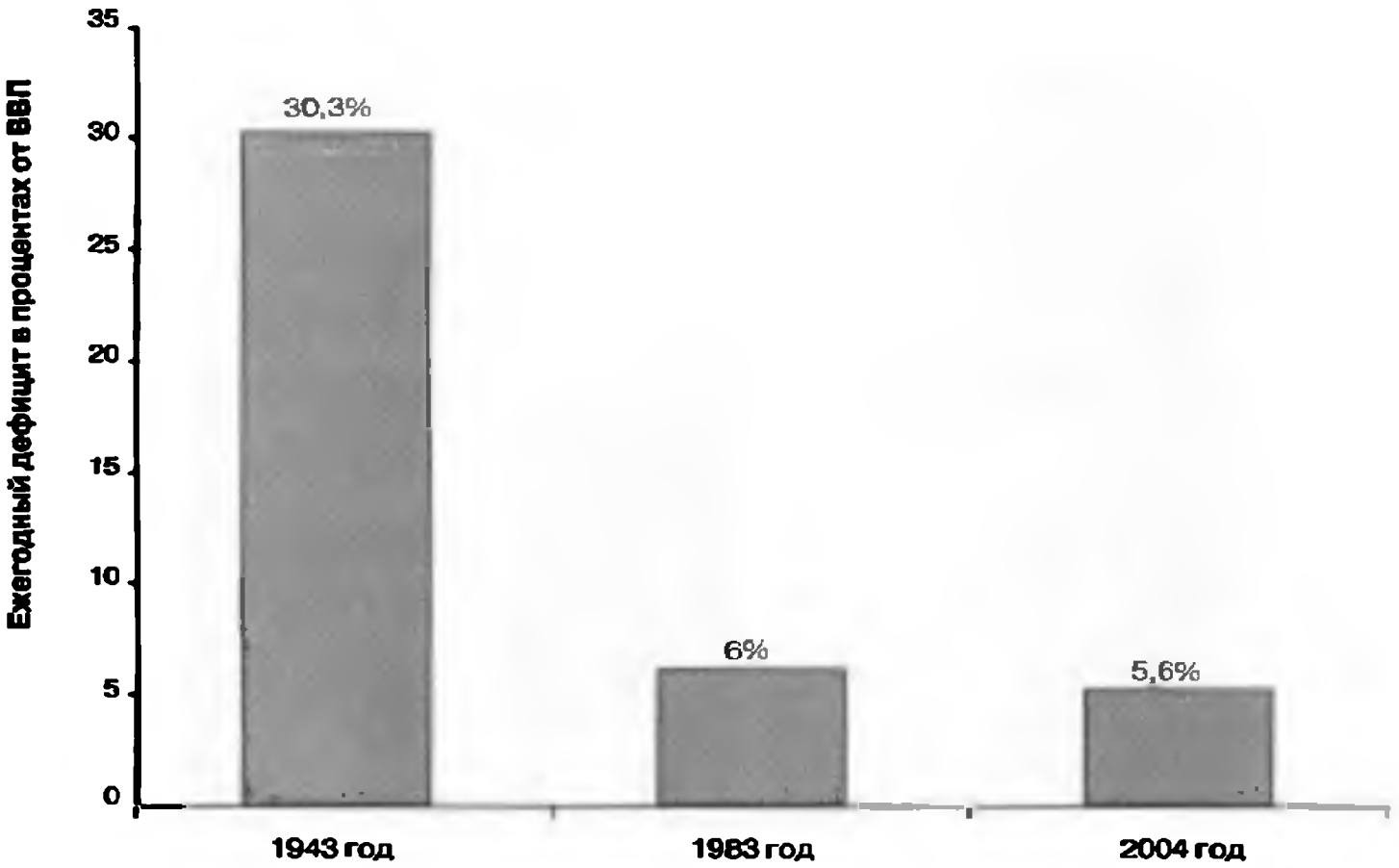


Рис. 7.4. Ежегодный дефицит США ниже исторических максимумов
. Административно-бюджетное управление; Бюджетное управление Конгресса США

В 1943-м годовой правительственный дефицит превысил 30% от размера всей экономики! Бюджетное управление Конгресса прогнозировало, что в первом десятилетии нового века 2004-й станет годом крупнейшего дефицита относительно размера экономики. Прогнозная цифра 5,6% от ВВП (на 2004 год) меньше, чем 6,0%, которые были в 1983 году (наибольший дефицит в эру президента Рейгана).

Допустимо ли в обозримом будущем иметь 500-миллиардный дефицит без вреда для экономики? Ответ однозначный: да. На самом деле в начале 1980-х годов США каждый год имели большой дефицит, а экономика между тем процветала. В частности, в течение 1980-х годов процентные ставки падали, несмотря на крупный бюджетный дефицит. Поскольку мы не знаем, что произошло бы, имей мы в то время маленький дефицит, из нашего опыта делаем вывод: экономике США вполне по силам справиться с дефицитом в пределах 5% от ее размера.

Так каково же возможное влияние дефицита бюджета на процентные ставки? С учетом текущих прогнозов, дефицит будет оказывать некоторое давление на процентные ставки в сторону их роста, но оснований для паники нет. Прогнозные федеральный дефицит и долг США не выходят за исторические рамки. Нам нужно просто следить за тем, как меняются цифры дефицита и долга. Если годовой дефицит и совокупный долг значительно превысят текущие прогнозы, то действительно приведут к существенному росту процентных ставок.

Три способа потерять деньги на сверхнадежных правительственных облигациях США

Дефицит бюджета федерального правительства, если судить по текущим его размерам, не ставит крест на облигациях. Те, кто утверждают, будто этот дефицит приведет к проблемам, делали свое «медвежье» дело (т. е. играли на понижение) в течение десятилетий. Профессор Тобин произнес свою фразу о частных сбережениях в 1986 году. 18 лет спустя Алан Гринспэн сказал: «Большинство аналитиков обеспокоены, особенно в контексте расширяющегося структурного федерального дефицита, неадекватными национальными сбережениями»[5]. Те, кто боятся, что большой федеральный дефицит

[5] Замечания, подготовленные председателем Федеральной резервной системы США Аланом Гринспэном на Конференции по банковской структуре и конкуренции, спонсором которой выступил Федеральный резервный банк Чикаго, г. Чикаго, штат Иллинойс, 6 мая 2004.

США съест все существующие сбережения, в конце концов, возможно, окажутся правы. Однако пока еще нет никаких признаков этой проблемы.

Но даже несмотря на то, что правительственные облигации США относятся к самым надежным инвестициям в мире и нет особых опасностей, сопряженных с бюджетным дефицитом, инвесторы рискуют потерять деньги. Причем тремя способами: (1) не получить свои деньги назад; (2) получить назад обесценившиеся деньги; (3) получить намного меньше денег, чем принесли бы другие инвестиции.

Риск № 1 инвестиций в облигации. Правительственный дефолт

Самый высокий риск сопряжен с тем, что правительство США откажется выкупать свои облигации. Дефолт по своим облигациям объявляли многие корпорации и другие страны. Но почти невозможно представить, что так же поступит федеральное правительство США. В самых крайних обстоятельствах годовой правительственный дефицит США может достигнуть триллионов долларов. Однако даже в этом случае у правительства неограниченные возможности создать сколько угодно долларов, поэтому риск дефолта практически отсутствует.

Мы видим, что дефолт правительства США почти невозможен. Тем же, кто опасаются такого дефолта, стоит интенсивно инвестировать в оружие и продукты питания. Я не говорю, будто дефолт правительства по своим облигациям вообще невозможен, но такой вариант крайне маловероятен, и если он произойдет, то у нас появятся гораздо более сложные проблемы, чем потеря наших инвестиций.

Риск № 2 инвестиций в облигации. Инфляция

Второй риск для держателей облигаций таков: инвесторы получат свои деньги назад в полном объеме, но покупательная способность этих долларов будет очень низкой. По этому

поводу легенда научной фантастики Роберт Хайнлайн (автор «Звездного десанта», «Чужака в чужой стране» и многих других классических произведений) написал: «100 долл., инвестированные под семь сложных квартальных процентов, за 200 лет вырастут более чем до 100 млн долл., которые к тому времени ничего не будут стоить».

О риске получить обесценившиеся доллары мы уже говорили в разделе, посвященном инфляции. В настоящее время ничто не говорит об опасном уровне инфляции в США. Тем не менее такой риск существует, и это один из самых серьезных рисков для держателей облигаций.

В большинстве ситуаций процентная ставка по правительственным облигациям превышает уровень инфляции. Хотя в случае США так почти всегда и было, размер «подушки» (разницы между процентной ставкой и уровнем инфляции) существенно варьировался. На рисунке 7.5 показана процентная ставка по десятилетним казначейским облигациям США, уменьшенная на процент инфляции.

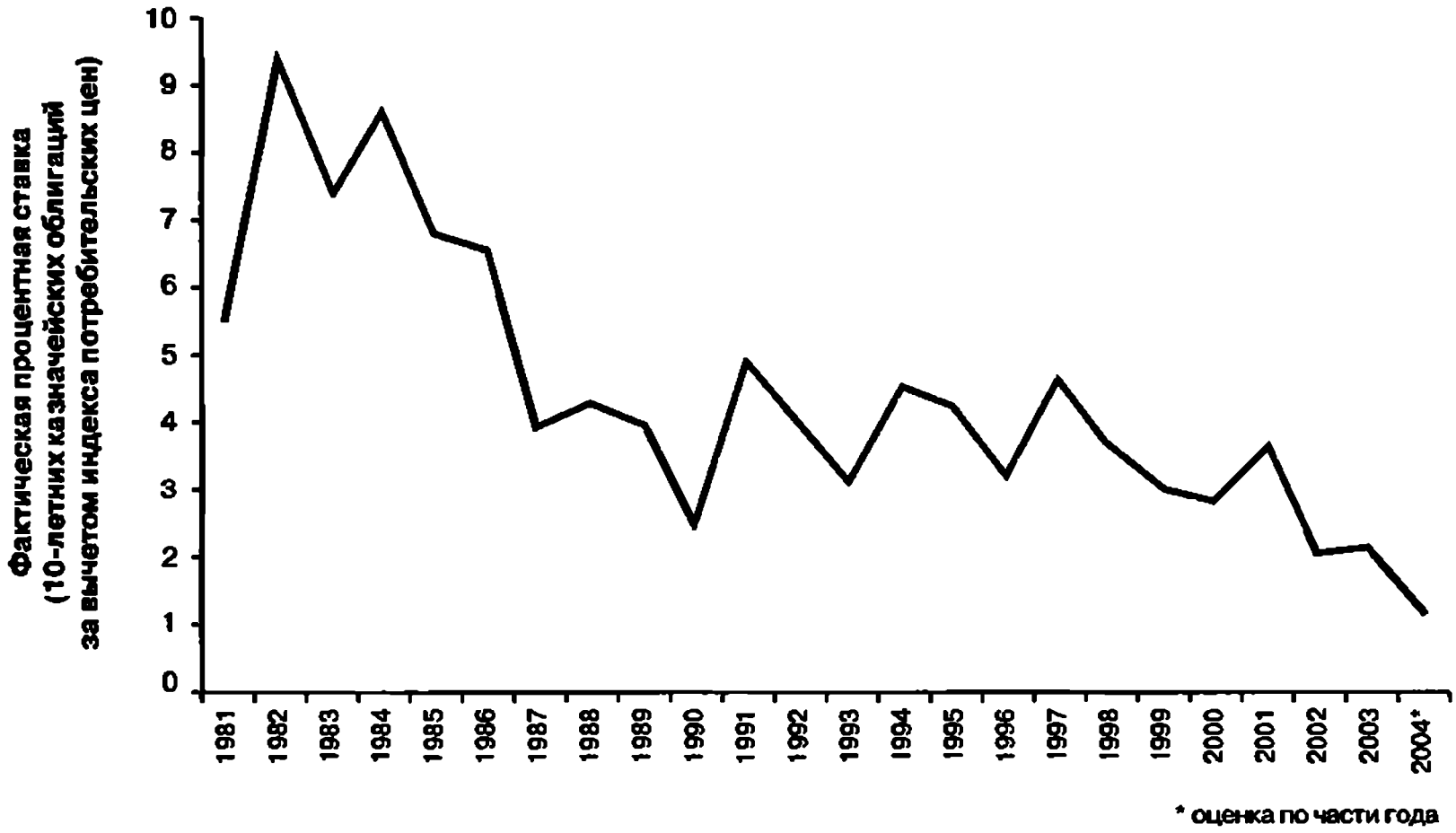


Рис. 7.5. Процентные ставки с учетом уровня инфляции чрезвычайно низки
. Федеральная резервная система США, Бюро трудовой статистики

Разница между процентной ставкой облигаций и процентом инфляции уменьшалась на протяжении последних 20 лет. Инвесторы облигаций в 1983 году получили «чистые» 7% (т. е. после вычета процента инфляции), тогда как в 2003 году довольствовались всего лишь 1%.

Если взглянуть на текущую инфляцию, придем к выводу, что сегодняшние покупатели облигаций инвестируют на самых невыгодных за несколько последних десятилетий условиях.

Риск № 3 инвестиций в облигации.

Стоимость упущенной выгоды

В 1989 году я был финансовым директором *Progenics Pharmaceuticals*, начинающей биотехнологической компании (в настоящее время ее акциям на фондовой бирже присвоен символ PGNX). Безотносительно к моей работе я выполнил анализ покупки контрольного пакета акций *RJR-Nabisco* с помощью привлеченных средств. Газета *Wall Street Journal* опубликовала короткую версию моего анализа как редакторскую статью[6].

Одним из последствий этой статьи было поступившее мне приглашение прочитать мою первую лекцию в Гарвардском университете. Такая просьба была для меня честью, поэтому я полетел в город Кембридж (штат Массачусетс) с докладом о моем анализе. Как прошла моя первая лекция в Гарварде? Если ответить коротко, то на удивление плохо. В начале лекции я утверждал, что из-за выкупа акций *RJR-Nabisco* с помощью привлеченных средств пострадали другие причастные к компании лица, а именно держатели ее облигаций. Они потеряли миллиард долларов. Я просто просуммировал убытки по всем облигациям *RJR-Nabisco*, воспользовавшись их котировкой на рынках в день, когда был объявлен выкуп. (Поскольку облигациями торговали интенсивно, я без труда точно подсчитал, насколько упала цена вследствие сообщения о выкупе.)

---

[6] Burnham T.C. Limits on Liability Actually Are What Invite the LBOs // *Wall Street Journal*. — 1989. — February 1.

Однако какая-то студентка возразила мне, сказав, что держатели облигаций *RJR-Nabisco* ничего не потеряли. По ее словам, они по-прежнему могут рассчитывать получить обратно все свои деньги. Текущая цена облигаций, продолжала моя визави, никакого значения не имеет. Я попытался опровергнуть ее мнение, но, оказалось, его разделяло большинство моих студентов. Спустя 20 минут словесной перепалки, присутствовавший в аудитории профессор был вынужден вмешаться и сказать: «Предлагаю просто допустить, что Терри прав, и продолжить». Благодаря этому вмешательству лекция продолжилась, но студенты, очевидно, потеряли ко мне доверие.

Рассмотрим этот вопрос при условии инвестирования одной тысячи долларов в 10-летние казначейские облигации США, допустим, с 4%-й ставкой. Покупатель дает правительству в долг 1 тыс. долл. В обмен правительство обещает ежегодно в течение десяти лет выплачивать покупателю по 40 долл. плюс вернуть исходную тысячу в конце десятого года.

Теперь рассмотрим, что произойдет, если сразу же после покупки облигаций их процентная ставка подскочит с 4 до 6%. Какие последствия это будет иметь для нашего инвестора? У инвестора по-прежнему есть облигация, по которой он будет получать 40 долл. ежегодно в течение десяти лет, а по наступлении срока погашения ему вернут начальную тысячу долларов. С этой точки зрения держатель облигации действительно, как кажется, ничего не теряет (именно так казалось студентке-спорщице на моей лекции). С другой стороны, рост процентной ставки означает, что рыночная цена облигации упадет на 150 долл.

Так сколько же потеряет наш держатель облигации? 0 долл. или 150 долл., или какую-то другую сумму?

Экономист ответит, что держатель облигации потеряет 150 долл., даже если правительство сделает все выплаты, которые обещало. Как появляется этот убыток? Он объясняется изменением в «стоимости упущенной выгоды». Инвестировав

в 4%-е облигации, их держатель потерял возможность заработать на своей тысяче долларов в полтора раза больше, т. е. 6%. И это потери не просто на бумаге, это реальные доллары, которые инвестор мог бы положить себе в карман, но теперь этого уже не случится.

На своей первой гарвардской лекции и на многих других, которые последовали за ней, я узнал, насколько концепция стоимости упущенной выгоды сложна для понимания. Даже люди с прекрасным образованием, понимающие идею, часто забывают о стоимости упущенной выгоды.

Правда, если люди часто неверно понимают стоимость упущенной выгоды в финансовой сфере, то в других областях жизни проблем не возникает. Вот как звучит известный свадебный тост: «Иногда в редкие моменты человеческой истории встречаются два человека, которых судьба предназначила друг для друга. И когда раскаты грома и сверкнувшая молния возвестят об этом великом романтическом событии, пусть у наших сегодняшних жениха и невесты достанет сил сказать: "Простите, но я уже в браке"».

Для тех, кто не хочет разводиться, стоимость упущенной выгоды при вступлении в брак — это отказ от возможности составить пару с другими потенциальными «половинками». Та же тема звучит в историях о некой мифической культуре, где женщинам разрешалось иметь до трех мужей, но запрещалось разводиться. Как гласят предания, женщины в этой культуре почти никогда не брали себе третьего мужа, а если это все же происходило, то новый и последний супруг всегда был очень красивым мужчиной. Третий муж в этой брачной системе имеет самую высокую стоимость упущенной выгоды, поскольку его появление исключает все другие будущие возможности.

Поэтому держатель облигаций, который на десять лет привязал себя к 4%-й ставке, несет убытки, если мир меняется и предлагает инвесторам уже 6% годовых.

Насколько низко упадут процентные ставки?

Американские облигации падают вот уже более 20 лет. Когда же они начнут подниматься и положат конец «бычьему» рынку облигаций?

Предсказывать будущее всегда сложно. (Зато прошлое экономисты предсказывают почти без промаха.) Самым известным ошибочным прогнозом из уст экономиста было, видимо, высказывание йельского профессора Ирвинга Фишера: «Акции достигли высоких постоянных значений». Профессор Фишер сделал это жизнерадостное заявление в октябре 1929 года, как раз накануне 90%-ного обвала фондового рынка и начала Великой депрессии.

По мнению некоторых современников, профессор Фишер был самым знаменитым в мире экономистом, но, несмотря на это, будто нарочно выбрал самый неудачный момент для своего прогноза. Это удивительно, но не уникально, поскольку подобными «ляпами» грешат и многие другие экономисты.

Моя соседка работает на одном бостонском телеканале метеорологом (очень не любит, когда ее называют «ведущей погоды»). В нашем регионе она своего рода знаменитость местного масштаба. Иногда мы сталкиваемся с нею в лифте, и я неизменно шучу на одну из двух тем (хотя и признаю, что обе не слишком смешные). Во-первых, я обвиняю соседку в плохой погоде или же благодарю за подаренные нам редкие погожие деньки. Во-вторых, подшучиваю над прогнозами, которые частенько расходятся с действительностью. Точнее, это я раньше подшучивал над прогнозами погоды; после того как она узнала, что я экономист, я лишился морального права насмехаться над синоптиками.

Правда, неудачи метеорологов обычно менее эффектны, чем ошибка профессора Фишера, а вот прогнозы других прорицателей в различных сферах тоже порой бьют настолько же мимо цели, как и у этого видного экономиста в 1929 году. Несколько десятилетий назад я прочел статью, в которой

приводились аргументы против иммиграции в США. Дескать, мы здесь все иммигранты (даже индейцы прибыли в Америку всего 15 тысяч лет назад), но пора бы и прекратить принимать людей со всего света. Страна не безразмерная и скоро будет заполнена до отказа. Для США вполне разумно было бы закрыть свои границы для толп жаждущих поселиться здесь.

Но соль всей статьи в том, что впервые она вышла в свет несколько сотен лет назад, когда страна была совершенно пустой по современным стандартам. Перепечатав статью, газета на самом деле подала свой голос в защиту иммиграции.

Ошибаются с прогнозами обычно двумя способами. Ирвинг Фишер промахнулся, не предугадав окончание доминирующей тенденции на оживленном фондовом рынке 1920-х годов. По собственному опыту знаю, что предсказывать поворотные пункты мощных тенденций еще сложнее. Именно такую ошибку допустил первый автор антииммиграционной статьи, который еще несколько сотен лет назад считал Америку перенаселенной.

Когда закончится «бычий» рынок облигаций? Несмотря на рискованность прогнозов относительно рыночных поворотов, я осмелюсь озвучить свой однозначный ответ: «бычий» рынок облигаций, т. е. падение их процентных ставок, закончится скоро; может быть, не сегодня и не завтра, но скоро, и уже до конца вашей жизни. Я просто повторил фразу Рика (актер Хамфри Богарт), которую он сказал в конце фильма «Касабланка». Хотя перспективы облигаций не столь мрачны, «бычий» рынок уже почти полностью прошел отмеренный ему путь.

И все же, насколько еще упадут процентные ставки? История учит нас, что им еще есть куда падать, поэтому нас еще, возможно, ожидают существенно более низкие значения. В годы Великой депрессии процентная ставка долгосрочной казначейской облигации США упала до двух базисных пунктов, т. е. до 0,02%! При такой ставке 100 долл. инвестиций приносили в год всего два цента прибыли! Примерно в то же время

процентная ставка по среднесрочным (на три -пять лет) казначейским облигациям составляла немногим менее 1%[7]. В последнее время некоторые правительственные облигации в Японии тоже обещали своим держателям менее 1% в год.

Даже низкая нынешняя процентная ставка казначейских облигаций США еще не самая низкая. Она может опуститься существенно ниже. Однако не ниже нуля. Хотя это кажется очевидным, доказательство на самом деле не столь простое. Согласились бы вы дать правительству США 100 долл. в долг, чтобы через год получить назад всего 99 долл.? Очевидный ответ: нет. В таком случае лучше уж положить деньги в банковскую депозитную ячейку, и через год у вас будут те же 100 долл.

Чтобы определить нижнюю границу процентных ставок, нужно рассмотреть затраты на хранение денег. В нашем обществе мы можем безопасно и с очень низкими затратами хранить свои средства. Значит, в будущем мы всегда получим назад по меньшей мере 100 долл., если сегодня положили на хранение 100 долл.

А теперь рассмотрим другие условия хранения, в мире белок. В сытые времена белки прячут пищу, надеясь достать ее, когда наступят трудные времена. По своим желудевым инвестициям эти грызуны всегда соглашаются на отрицательные процентные ставки. Когда белка закладывает на хранение 100 желудей, назад она всегда получает меньше чем 100, поскольку часть их сгнивает или съедается другими животными. Так, если наш запасливый грызун спрячет 100 желудей, а впоследствии съест только 80, процентная ставка его вклада составит минус 20%. Белки вынуждены соглашаться на отрицательную процентную ставку, потому что у них нет лучших альтернативных возможностей хранения.

---

[7] Orphanides A. Monetary Policy in Deflation: The Liquidity Trap in History and Practice, Federal Reserve Publication, 2003.

Современные индустриальные общества предлагают высоконадежные, с низкими затратами возможности хранения денег. Например, в банковскую депозитную ячейку, аренда которой на год стоит всего несколько долларов, поместится масса наличности. Поэтому, если исключить крах всей нашей цивилизации, процентные ставки не могут упасть ниже нуля. Никто не согласится на то, чтобы ему вернули меньше 100 долл. за инвестицию в размере 100 долл. И поскольку процентные ставки не упадут ниже нуля, мы делаем вывод: большая часть «бычьего» периода рынка облигаций уже позади. Если точно, то за последние 20 лет процентные ставки упали с уровня, превышающего 12%, до уровня ниже 4%. Значит, мы пережили уже две трети полного «бычьего» рынка облигаций.

Покупка облигаций в неверно выбранное время

«Бычий» рынок облигаций, который установился в начале 1980-х годов, прошел большую часть своего пути. Основная масса возможной прибыли уже заработана. Это не значит, что сегодня облигации стали непривлекательным объектом инвестиций, но и назвать их фантастически привлекательными уже нельзя.

Рассчитать максимальный доход по облигациям легко. Рассмотрим инвестицию в размере 1 тыс. долл. в 10-летние казначейские облигации с выплатой 4% в год. Сколько заработает держатель такой облигации? Если бы процентная ставка упала до теоретически возможного минимума, нуля, то цена облигации возросла бы с 1000 долл. до 1400 долл. Поэтому абсолютный максимальный доход по 10-летней казначейской облигации составляет 40%.

Помните, как в начале 1980-х годов я проигнорировал совет покупать рейгановские облигации? Очевидно, другие инвесторы тоже разделяли мои взгляды. Данные инвестиций в облигационные взаимные фонды показывают, что инвесторы по-настоящему полюбили облигации, только когда фондовый

рынок резко упал в последние несколько лет. Абсолютно рекордное количество инвестиций облигационные взаимные фонды поглотили в 2002 году[8]. Это, кстати, еще один пример того, что инвесторы действуют совершенно не синхронно с инвестиционными возможностями. В начале 1980-х годов облигации были великолепной возможностью для инвестирования, но к тому времени, когда инвесторы почувствовали к ним вкус, большая часть «бычьего» периода рынка облигаций осталась позади.

В пародийном документальном фильме «Это "Спайнел Тэп"» Роб Райнер играет Марти Ди Берджи, кинорежиссера, который возит на гастроли самый громкий оркестр в мире. Возможно, в наиболее известной сцене этого фильма Найджел Тафнел (его играет Кристофер Гест) раскрывает секрет данного музыкального коллектива. «Спайнел Тэп» (т. е. «Спинномозговая пункция») стал самым громким оркестром в мире потому, что на усилителе они устанавливали коэффициент усиления 11, а не 10.

Ди Берджи спрашивает: «И что, получается громче? Разве это громче?»

Найджел отвечает: «Да, на единицу громче. Это не 10. Видишь ли, большинство парней играют на десятке. Вот ты на десятке, это максимальное усиление для гитары. Куда можно отсюда расти? Куда? Никуда. Абсолютно. Так что же нам делать, если мы хотим добавить громкости? Ты знаешь, что нам делать?»

Ди Берджи предлагает выход: «Поставить 11-кратное усиление?» На это Найджел отвечает: «Точно, поставь на 11, на единицу больше». Пораженный, его собеседник спрашивает: «Почему бы просто не настроить усилитель так, чтобы максимальное деление, 10, звучало громче?» Найджел изумленно замолчал, после чего не нашел, что ответить, кроме: «Ну, эти поднимают до одиннадцати».

---

[8] Институт инвестиционных компаний, *www.ici.org*, справочник за 2004 год, с. 122.

В новую версию «Оксфордского английского словаря» включили выражение «поднять до одиннадцати», которое означает включить на максимальную громкость. Большая часть «бычьего» рынка облигаций осталась позади, потому что, говоря метафорически, облигации не могут подняться до одиннадцати. Куда еще расти от 4%-й ставки по 10-летним казначейским облигациям? Найджел Тафнел ответил бы «никуда». Поэтому облигации в текущих обстоятельствах заинтересуют не слабаков, а, скорее, любителей риска.

Как защитить инвестиции от меняющихся процентных ставок

Какие полезные рекомендации для инвесторов следуют из этого анализа? 20-летний «бычий» рынок облигаций прошел большую часть отмеренного ему пути. Цены на американские облигации могут упасть, уйти в сторону или очень умеренно вырасти. Внушительных доходов последних двух десятилетий уже не будет. Вдобавок, вполне возможно, что реальные, т. е. с поправкой на инфляцию, процентные ставки вырастут.

Это токсичная среда для мозга ящера, озирающегося назад и выискивающего в прошлом закономерности. Цены на облигации росли последние 20 лет, а мозг ящера так устроен, что спрогнозирует продолжение этой тенденции. Однако мы уже знаем: процентные ставки никогда не упадут ниже нуля. Значит, нас ждет конфликт между предположениями мозга ящера и экономической действительностью.

Проблема в том, что большинство из нас слишком долго прожили при низких процентных ставках. Наш мозг ящера убаюкан, мы слишком доверяем процентным ставкам, а произошло это вследствие 20-летнего, но не вечного, «бычьего» рынка, на котором цены облигаций росли, а процентные ставки падали. Большинству людей нужно защититься от роста процентных ставок. Для этого есть три пути.

Совет № 1. Берите взаймы по фиксированным ставкам

Если брать взаймы по фиксированным процентным ставкам, то удастся снизить риск. Если ставки вырастут, вас будут радовать ваши низкие ставки. Если же ставки существенно упадут, то всегда есть возможность рефинансирования. Итак, долг по фиксированной ставке сопряжен с меньшим риском, чем долг с регулируемой или плавающей ставкой.

Совет № 2. Давайте взаймы на короткий срок

Если вы владеете облигациями, вы — заимодавец. Чем короче срок выданного вами займа, тем меньшему риску вы подвергаетесь в связи с возможными изменениями процентной ставки. Например, если у вас есть правительственные облигации США, то те из них, срок погашения которых наступит раньше, менее рискованны, чем те, срок погашения которых наступит позже.

Совет № 3. Берите взаймы меньше

Если процентная ставка с поправкой на инфляцию растет, то груз долга увеличивается. Один очевидный способ уменьшить груз растущих ставок — уменьшить взятую взаймы сумму. Люди, имеющие долг без закладной, могут продать немного акций или других активов и погасить часть долга. Если же долг с закладной, стоит заранее погасить большую часть тела кредита (основной суммы, в отличие от процентов). (По условиям некоторых ипотечных кредитов частичное погашение запрещено или не поощряется, но такие закладные, если необходимо, можно рефинансировать.)

Эти советы помогут уменьшить риск и обеспечат инвестору прибыль. От роста процентных ставок можно даже выиграть. Финансовые издания утверждают, что рост процентных ставок вредит экономике и не дает никаких преимуществ. Но анализ, проведенный этими изданиями, имеет два дефекта.

Во-первых, если экономика сильная, процентные ставки будут расти. Один из нескольких путей удержать низкие процентные ставки — это жить в условиях экономического спада или даже в худших условиях. В США процентные ставки во время Великой депрессии были близки к нулю. Точно так же и Япония в последнее время жила при низких процентных ставках, поскольку экономика болела в течение 15 лет.

Во-вторых, растущие процентные ставки на руку проницательным любителям накоплений. Последние предпочли бы сверхвысокие процентные ставки начала 1980-х годов незначительной сегодняшней прибыли. Однако чтобы выиграть от роста ставок, важно покупать облигации после того, как ставки выросли. Используя предложенные выше советы, инвестор выиграет от роста ставок.

Чтобы делать деньги в этой среде процентных ставок, нужно взять верх над своим мозгом ящера. Видимо, сегодня правильный курс противоположен тому, какой был правильным для прошлого поколения. Мозг ящера обманут двадцатью золотыми годами падающих процентных ставок и растущих цен на облигации.

АКЦИИ

Для длительной игры или для неудачников?

8

Будь у вас миллион долларов, что бы вы с ним сделали?» Весной 2001 года моим студентам задали эту тему для размышления. В то время я был приглашенным профессором в своей альма-матер, Мичиганском университете. Мой товарищ по комнате в общежитии в студенческие годы, Питер Бориш, тоже по приглашению прочитал небольшую лекцию для 150 студентов, профилирующей дисциплиной которых была экономика.

Питер Бориш — известный и очень успешный инвестор. Еще до того, как он задал моим студентам упомянутый выше инвестиционный вопрос, мы из его доклада поняли, кто перед нами: человек, чрезвычайно много знающий и искушенный в мире финансов. Хотя многие студенты считали, что знают «правильный» ответ, они, робея перед авторитетом этого видного инвестора, боялись поднять руку. После затянувшейся паузы Гейла, одна из моих подопечных, которую я хорошо знал, поскольку она служила связующим академическим звеном между мною и студентами, нарушила молчание.

«Я бы купила акции, диверсифицировала вложения и попыталась минимизировать операционные издержки. Следовательно, я не выбирала бы индивидуальные акции, а, скорее,

инвестировала бы через взаимные фонды. Те, которые работают с компаниями всех размеров, в том числе с покупающими международные акции», — ответила Гейла.

Она была прекрасной студенткой и ответила точно по учебнику. Фактически ее ответ был почти идентичен рекомендации, которую дал финансовый гуру профессор Джереми Сигел из Уортонской школы Пенсильванского университета. Книга профессора Сигела «Stocks for the Long Run» («Акции — для длительной игры») представляет собой полный анализ инвестирования. Этот труд сыграл важную роль в изменении инвестиционного поведения американцев.

Мы еще рассмотрим основные статистические данные из книги «Акции — для длительной игры», но сначала зададим тот же вопрос профессору Сигелу: «Будь у вас миллион долларов, что бы вы с ним сделали?» В последней главе своей книги Джереми Сигел дал ответ[1]. В издании 1998 года профессор порекомендовал инвесторам: «1. Акции должны составлять основную часть долгосрочного финансового портфеля... 2. Инвестируйте самую большую часть — ключевые капиталовложения вашего портфеля акций — в высокодиверсифицированные взаимные фонды с очень низким отношением расходов фонда к его капиталовложениям... 3. До одной четверти ваших акций разместите в фондах малого и среднего размера... 4. Выделите четвертую часть вашего портфеля акций под международные обычные акции».

20-летняя студентка ответила так же, как и профессор Сигел. Покупайте акции, диверсифицируйте, избегайте высоких издержек. Такую основную рекомендацию инвесторам дают многие источники.

Общепризнанно, что акции — лучшие инвестиции, если вы хотите разбогатеть. Данная рекомендация стала настолько

---

[1] Все данные в этом разделе взяты из книги Siegel J.J. Stock for the Long Run, 2nd ed. — New York: *McGraw-Hill*, 1998.

расхожей, что почти превратилась в мантру. Акции — лучшие инвестиции. Акции — лучшие инвестиции. Акции — лучшие инвестиции.

Гейла уверенно дала тот же ответ, какой дают профессионалы, зарабатывающие на жизнь советами, как правильно инвестировать. И как же Питер Бориш отреагировал на ответ Гейлы? «Разве вы ведете машину, не отрывая взгляда от зеркала заднего вида?» — спросил он.

Питер поставил фундаментальный вопрос в отношении акций. У акций в США, безусловно, блестящее прошлое. К сожалению, мы не способны вернуться в прошлое и купить акции в 1982 или даже 1802 году (начальная дата анализа, выполненного профессором Сигелом). Нас должно интересовать не прошлое, а будущее. Чтобы понять перспективы акций, надо рассечь прошлое и посмотреть, сохранятся ли в будущем источники былого успеха.

В зеркале заднего вида отражается большая груда наличности фондового рынка

Вовсе не по случайному совпадению Гейла дала такой же ответ, как и книга «Акции — для длительной игры». Профессор Сигел сыграл главную роль в пропаганде акций. Его роль настолько важна, что нам стоит кратко вспомнить основные результаты его исследований. В этом разделе мы проанализируем второе издание книги, вышадшее в 1998 году. Это важно, чтобы понять цикл иррациональности. Именно издание 1998 года увидело свет на пике технологического «пузыря». С 1802 года и до публикации этого второго издания существовал один ключ к успешным инвестициям: чтобы зарабатывать деньги, правильной стратегией для инвестора на протяжении всей истории США было покупать акции США.

Работа профессора Сигела показывает следующее.

1. На протяжении всей истории США акции обеспечивали наибольший доход.
2. Для инвесторов, действующих с дальним прицелом, акции в *любой* период были лучшей инвестицией.
3. Покупать акции в то время, когда они стоят дешево (т. е. сразу после краха), — очевидно, лучшая стратегия; однако покупать акции, когда они стоят дорого (даже непосредственно перед крахом), — тоже неплохая стратегия.

Рассмотрим подробно каждый из трех необычных фактов (а это именно факты). Как видно из таблицы 8.1, акции США оставили все другие инвестиции далеко позади.

Таблица 8.1

На протяжении 200 лет акции США были прекрасной инвестицией

Инвестиция в рвзмере 1 тыс. долл. в 1802 году	***Стоимость в 1997 году, долл.***
Индекс потребительских цен в США	13 370
Золото	11 170
Правительственные облигации США	10,744 млн
Акции США	7,47 млрд

. Книга «Stocks for the Long Run», 2nd ed., p. 6

Инвестиция в акции в размере тысячи долларов в 1802 году к 1997 году стоила бы больше семи миллиардов! Эти расчеты построены на предположении, что все доходы от владения акциями, включая дивиденды, вновь направляются на покупку еще большего количества акций. Таким образом, в 1802 году акции были самым лучшим выбором для инвестора.

Для сравнения: золото в период с 1802 по 1997 год даже отставало от роста инфляции. Инвестор, в 1802 году обменивавший единицу золота на десять буханок хлеба, в 1997 году купил бы за то же количество золота меньше хлеба. Инвесторы

в правительственные облигации США вправе были считать себя проницательнее, чем так называемые «золотые жуки». Однако человек, купивший в 1802 году акции, в 1997 году был бы вознагражден почти тысячекратно по сравнению с покупателем облигаций.

Будь у вас машина времени, на которой вы могли бы вернуться в 1802 год, план действий был бы совершенно ясен. Покупать акции. Таково первое утверждение профессора Сигела — акции были лучшей инвестицией. Его второе утверждение дает ответы на следующие вопросы. А если бы вы вышли из машины времени в какой-нибудь другой момент в прошлом, а не в 1802 году? Стоило ли покупать акции США, скажем, в 1861, 1914 или 1929 годах?

Ответ: почти в любой момент истории США акции были лучшим выбором. Очевидно, американские акции неоднократно падали в цене в отдельные годы, поэтому для точности сравнения надо рассматривать любой, но многолетний период. Профессор Сигел выполняет свои расчеты для 30-летних отрезков времени. Этот срок он взял, исходя из рассуждений обычного человека, который хочет накопить денег к моменту своего выхода на пенсию и начинает думать о благополучной старости еще в начале своей профессиональной карьеры.

И вот к каким поразительным выводам пришел профессор Сигел. В *любой* 30-летний период, за исключением 1831–1861 годов, акции приносили бо́льшую прибыль, чем облигации. В течение почти столетия акции в любой 30-летний период были правильным выбором для инвестора. Поразительно!

Третье утверждение профессора касается выбора момента времени (точнее, неудачного выбора). Помню, много лет назад я смотрел несколько жестокое телевизионное интервью с одним инвестором, который пострадал от неудачного выбора момента времени для вложения своих свободных средств. Бедняга скупил множество акций *Braniff Airlines* ровно за день до того, как эта авиакомпания объявила о своем банкротстве.

Она так и не вышла из него: компанию ликвидировали, а ее акционеры потеряли все свои деньги до последнего гроша.

На том интервью репортер спросил инвестора: «О чем вы думали, когда вкладывали десятки тысяч долларов в *Braniff* за несколько часов до ее краха?» Инвестор (а это был профессионал) ответил так: «Я купил эти акции, поскольку думал, что они вырастут в цене».

Каждый раз, принимая инвестиционное решение, я думаю: а не постигнет ли и меня судьба покупателя акций *Braniff*? А вдруг и я покупаю в самый неподходящий момент? На эти страхи у профессора Сигела готов ответ: расслабьтесь. До сих пор в истории США было невозможно купить акции в неподходящий момент. Даже если бы вы совершили сделку за день до биржевойго краха, в течение последующих 30 лет ваши акции все равно обогнали бы любые другие инвестиции.

Например, промышленный индекс Доу Джонса за время Великой депрессии потерял невероятные 89% своей стоимости[2]. Чтобы оценить масштаб катастрофы, представьте себе крах фондового рынка сегодня, в результате которого индекс Доу Джонса упал бы примерно до 1000 пунктов. Инвесторы, купившие акции в конце 1920-х годов, наблюдали за тем, как испаряется их богатство. Но терпеливые среди них, даже купив акции в худший день своей жизни, все равно выиграли по сравнению с покупателями облигаций.

Да, именно так: тот незадачливый инвестор, который приобрел акции 3 сентября 1929 года — по самой высокой цене накануне краха, — вышел из него с лучшими результатами, чем облигационный инвестор. По расчетам профессора Сигела, прибыль за 30 лет на сделанную в пиковый момент 1929 года инвестицию в размере 100 долл. составила 141 долл. по облигациям и 565 долл. по акциям. Ученый выполнил аналогичные расчеты по всем другим рыночным пикам. (Хотя акции еще не

---

[2] Dow Jones, *www.djindexes.com.*

восстановились в стоимости после пика 2000 года, мы лишь через много лет узнаем, какой будет «долгосрочная» отдача от инвестиций, сделанных в конце 1990-х годов.)

История инвестирования в США понятна. Всегда и везде терпеливому инвестору стоило покупать акции своей страны.

В фильме «Бумажная игра» гарвардский профессор права Чарльз Кингсфилд «допрашивает» студента по какому-то судебному делу. Студент ничего вразумительного ответить не может. Поняв, что ему не под силу юридический анализ, бедняга, используя свой последний «козырь», выпалил: «Зато у меня фотографическая память». Но это не произвело на профессора Кингсфилда никакого впечатления: «Вам это особой пользы не принесет».

Так же и тот факт, что акции выглядят привлекательными на «старых фотографиях», не приносит особой пользы тем, кто хочет покупать акции сегодня или завтра. Чтобы решить, стоит ли современному инвестору вкладывать деньги в эти ценные бумаги, мы должны отрешиться от книги «Акции — для длительной игры» и взглянуть на другие факты кроме прошлых доходов от акций.

Почему Джереми Сигел не играет в профессиональный баскетбол и не живет в Восточной Германии

Поговорка «Лучше быть счастливым, чем трудолюбивым» выражает отношение многих людей к жизни. Другими словами, выиграть важнее, чем заслужить выигрыш. Если говорить об акциях США с 1802 года, то они действительно выиграли. Однако чтобы решить, стоит ли сегодня инвестировать в американские акции, нам надо прежде разделить их прошлый успех на две части — обусловленный удачей и обусловленный собственно природой этих ценных бумаг. Если их успех объясняется второй причиной, а не просто удачей, то акции можно порекомендовать инвестору наших дней.

ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

Мы, чтобы справиться с нашей задачей, должны, как и во многих других финансовых сферах, сначала преодолеть определенный недостаток человеческой натуры: нашу склонность слишком доверять фактическим результатам. Один аспект этой проблемы назван «ориентацией на победителей»: люди обращают внимание только на победителей, забывая о проигравших. Данная проблема рассматривается в документальном фильме «Мечты о баскетбольном кольце», в котором рассказывается о жизни двух талантливых молодых баскетболистов, стремившихся к профессиональной карьере.

Идея этого фильма (точнее, одна из многих идей) заключается в том, что эти двое юношей принимали решения на основе только своих оптимистических ожиданий относительно НБА (Национальной баскетбольной ассоциации США). Они посвятили свою жизнь баскетболу в надежде стать богатыми и знаменитыми. А причина такого чрезмерного оптимизма в том, что все мы, сторонние для НБА люди, видим только победителей в борьбе за место в этой престижной спортивной ассоциации. Из-за нашей вечной ориентации только на победителей мы переоцениваем шансы на успех. В результате многие люди посвящают свою жизнь делу, успех в котором изначально маловероятен.

Ориентация на победителей почти неизбежна, когда речь идет о профессиональном спорте. Наши арены и телевизионные экраны заполнены профессиональными спортсменами, сделавшими успешную карьеру. Даже в их неудачные дни мы знаем, что у наших кумиров восхитительная жизнь, заполненная деньгами, автомобилями, красивыми женщинами и роскошными домами (настолько роскошными, что их показывают в «жилищных» шоу телеканала *MTV*). Да, действительно, все эти спортсмены стали победителями в высококонкурентном мире профессионального спорта, путь к которому для них начался еще в школе. А вот о тех многочисленных спортсменах, которые трудились на тренировках так же упорно, как и звезды,

но которым спорт не принес ни гроша, можно узнать только из промелькнувших сообщений в теленовостях и из специальных документальных фильмов.

Детально наблюдая жизнь только победителей спортивных соревнований, мы невольно начинаем переоценивать легкость профессиональной карьеры. В фильме «Мечты о баскетбольном кольце» шансы игрока школьной команды попасть в НБА оцениваются как 1:7600. Тем не менее юные баскетболисты, как показано в документальной ленте, слишком уверены в своих перспективах. Парни принимают важнейшие в своей жизни решения, отличные от тех, что они приняли бы при трезвом взгляде на профессиональный спорт. Чаще всего эти решения ошибочны.

Ориентация на победителей присутствует во многих сферах жизни, не только в профессиональном спорте. Наше внимание приковано к победителям в политике, модельном бизнесе, шоу-бизнесе, кино. Как только мы принимаем решение на основе своих чрезмерно оптимистических оценок шансов на успех, начинаются проблемы. Эта опасная ориентация заставляет нас тратить время и деньги на заманчивые перспективы, которые, увы, сразу же потеряли бы свою привлекательность, взгляни мы на них трезво.

Мой друг Джей, будучи ребенком, тоже поддался упомянутой ориентации. В титрах всех кинофильмов, которые он видел, была фраза «Завершение производства фильма застраховано *Completion Bond Company*». Действительно, такая фирма существовала и обещала выплаты в случае, если по каким-то причинам фильм не будет снят до конца. Джей, когда вырос, тоже планировал открыть такую страховую компанию. Поскольку все фильмы, которые он видел, были по определению сняты до конца, у Джея сложилось мнение, будто такому страховому бизнесу обеспечен успех: знай получай себе от клиентов страховые взносы, а выплачивать ничего не нужно.

С учетом ориентации на победителей можно выдвинуть следующий аргумент против долгосрочного успеха акций: действительно, американские акции радовали своих инвесторов, однако история многих других фондовых рынков ужасна. Рассмотрим для примера инвестора в Восточной Германии, который настойчиво покупал местные акции.

Наш инвестор потерял бы все свои деньги до последнего гроша в результате прихода к власти коммунистов после Второй мировой войны. Для восточного немца акции в долгосрочной перспективе означали бы полнейшие убытки. Вот почему нет джереми сигелов, которые пропагандируют инвестиции в восточногерманские акции.

Акции США — это Майкл Джордан инвестиционного мира. Ни один здравомыслящий человек не скажет, сколько времени ему нужно заниматься баскетболом, чтобы стать вторым Джорданом. Точно так же никто не будет принимать решение об инвестировании в акции, основываясь только на истории американских акций.

Значит, в дополнение к анализу фондового рынка США мы должны рассмотреть, что происходило на других рынках, какие трагедии пережили инвесторы в других частях мира за последнее столетие. Россия, Китай и большая часть Восточной Европы стали коммунистическими странами с преобладающей государственной формой собственности в экономике. Германия за годы Второй мировой войны пережила гиперинфляцию и разруху. Союзники в этой войне то же самое сделали с Японией. По некоторым показателям Аргентина 100 лет назад была богаче Франции, однако с тех пор пережила несколько серьезных экономических потрясений.

На эти факты некоторые читатели могут возразить, что говорить об успехах или неудачах акций в странах Восточной Европы и им подобных вообще бессмысленно: «Инвестиции в тех регионах и в то время, где и когда права собственности не уважаются (или же собственность облагается непомерными

налогами), — изначально провальное решение. Коммунистические рынки любого вида по самой своей природе внутренне фиктивны — они всего лишь имитация, предпринятая правительством».

Так правильно ли включать в наш обзор Восточную Германию? Ответ зависит от анализируемого периода времени. Ни один инвестор, будучи в здравом уме, не захотел бы приобрести активы Восточной Германии после того, как она перешла под крыло Советского Союза. Однако инвестор, живший на этой территории в 1802 году, не мог и помыслить, что когда-нибудь здесь будет коммунистический режим (Карл Маркс родился только в 1818 году), а страна станет называться Восточной Германией. Поэтому мы вправе включить данную часть мира в наш анализ периода, начавшегося в 1802 году (это дата, с которой профессор Сигел изучил американский фондовый рынок). Исключив ее из анализа, мы совершили бы ошибку, ориентируясь только на победителей.

Интересно, что мы рискуем совершить эту ошибку, даже если проигнорируем такие явно неблагоприятные для инвестиций места, как коммунистические страны. В книге «Триумф оптимистов: 101 год глобальных инвестиционных доходов» Элрой Димсон, Пол Марш и Майк Стонтон утверждают: большинство аналитических обзоров фондового рынка чрезмерно оптимистичны[3]. В большинстве исследований, говорят авторы, упущены из виду места и периоды времени, когда результативность акций была крайне низкой. Авторы изучили 16 основных стран (США плюс еще 15, в том числе Великобритания) и заключили, что стандартный анализ «вводит инвесторов в заблуждение, создавая у них чрезмерно благоприятное впечатление о долгосрочной результативности акций».

---

[3] Dimson E., Marsh P. et al. Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns. — Princeton, NJ: *Princeton University Press*, 2002. — P. 34–38.

О человеческой ориентации на победителей написано и в других строгих научных работах. Так, некоторые исследователи признают, что благоприятное мнение о фондовом рынке США частично (но не полностью) сложилось из-за этой пресловутой ориентации[4]. Американские акции преуспевали за счет как внутренне присущего им качества, так и простой удачи. Поэтому наивно ожидать, что у этих акций будущее столь же блестящее, как и прошлое.

Почему Джереми Сигел не живет в ядерную зиму без электричества

Мы не зря потратили время, изучая человеческую ориентацию на победителей, однако мы еще не исследовали этот вопрос до конца. Изучающим восточную философию говорят: «Дзэн, который доступен для преподавания, не может быть настоящим дзэном». По аналогии скажем: если можно оценить ориентацию на победителей, то это не настоящая ориентация на победителей. Чтобы понять глубинную проблему оценки пресловутой ориентации, мы обратимся к космологии — науке, изучающей такие глобальные вопросы, как возникновение Вселенной.

Космология понадобилась нам для изучения упомянутой ориентации по следующей причине: наша Вселенная построена с определенными базовыми свойствами, такими как скорость света и другие параметры, о которых большинство из нас никогда не слышали (например, постоянная Планка). Все во Вселенной зависит от этих параметров. Ученые сделали удивительное открытие: будь эти параметры хоть немного другими, жизнь была бы невозможна.

Вот что в своей книге «Краткая история времени» пишет Стивен Хокинг: «Поразительно, но значения этих параметров

---

[4] Arnott R., Bernstein P. What Risk Premium Is «Normal»? // *Financial Analysts Journal.* — 2002. — 58. — P. 64–85.

будто специально точно подобраны таким образом, чтобы стало возможным возникновение жизни»[5]. Здесь так и напрашивается вывод, что все мы живем благодаря Богу или какой-то другой разумной силе, которая настолько продуманно сконструировала Вселенную. Ученые, чтобы предложить альтернативу разумному сотворению или чтобы детально понять это разумное сотворение, придумали «антропический принцип». Его формулируют в слабой или сильной форме. Обе версии антропического принципа описывает Стивен Хокинг.

Согласно слабому принципу, в большой или бесконечной в пространстве и времени вселенной условия, необходимые для развития разумной жизни, сложатся только в определенных регионах, ограниченных в пространстве и времени. Разумных существ в таких регионах не должно удивлять, что на их участке вселенной сложились условия, необходимые для их существования. Это подобно тому, как богатый человек, живущий в престижном районе, не наблюдает признаков бедности[6].

Теперь познакомимся с сильным антропическим принципом.

Существует либо множество различных вселенных, либо много различных регионов единственной вселенной. Каждая такая вселенная (или регион вселенной) имеет свою собственную исходную конфигурацию и, возможно, свой собственный набор законов науки. В большинстве этих вселенных условия не совсем подходят для развития сложных организмов; и только в тех немногих вселенных,

---

[5] Hawking S. A Brief History of Time, 10-е юбилейное издание. – New York: *Bantam*, 1988. – P. 129.

[6] Ibid. p. 128.

которые подобны нашей, появятся разумные существа и однажды спросят: «Почему это вселенная такая, какой мы ее видим?» Самый простой ответ прозвучит так: будь она другой, нас бы здесь не было![7]

В случае акций для большинства оценок человеческой ориентации на победителей нужен эквивалент антропического принципа в слабой форме. Это означает, что нужно проверить результат средней инвестиции в акции по всему миру, а не только в США. Что касается фильма «Мечты о баскетбольном кольце», то мы, согласно слабой форме ориентации, должны изучить судьбу всех 7600 школьных баскетболистов, из которых только один попадает в НБА.

Сильная форма ориентации на победителей гораздо более фундаментальна. Она требует, чтобы мы рассматривали не только фондовые рынки в других странах, но также другие возможные глобальные истории. Именно этот вопрос чаще всего исследуют в художественных фильмах, особенно тех, где герои путешествуют во времени. В картине «Назад в будущее» Марти Мак-Флай (которого играет Майкл Джей Фокс) отправляется в прошлое — в то время, когда его родители учились в школе.

Пытаясь вернуться назад, в будущее, Марти меняет будущие события и подвергает опасности свою семью. Он смотрит на семейную фотографию, которую носит в бумажнике, и видит, как изображения его брата Дэйва и сестры Линды — а затем и его собственное — постепенно растворяются по мере того, как его действия в прошлом меняют будущее. Конечно, у фильма счастливый конец: современная семья Мак-Флай получает лучшее качество жизни.

В случае прибыльности американских акций из сильной формы ориентации на победителей следует, что не только

---

[7] Hawking S. A Brief History of Time, 10-е юбилейное издание. — New York: *Bantam*, 1988. — P. 129.

Соединенным Штатам везло больше всех других стран, но и весь мир был чрезвычайно удачлив. Так же как мелкие действия путешествующего во времени Марти Мак-Флая существенно повлияли на будущее, «мелкие» события, которые не произошли в истории нашего мира, могли бы разрушить стоимость акций.

К числу самых очевидных плохих событий, которые, к счастью, не произошли в истории человечества, относится ядерная война между США и СССР. Этой войны нам удалось избежать, скорее всего, благодаря большой удаче. Недавно обнародованные документы обеих конфликтующих сторон в кубинском ракетном кризисе показывают, насколько близко мы подошли к глобальной атомной войне. Так, во время одного столкновения между американскими и советскими военными кораблями два советских капитана отдали приказ о запуске ядерных ракет.

О том, насколько реальной была угроза ядерного столкновения, написал Ноам Хомский.

> *Мы узнали, что мир был спасен от ядерного опустошения капитаном русской подводной лодки Василием Архиповым, который отказался выполнить приказ произвести запуск ядерных ракет в тот момент, когда эскадренные миноносцы США атаковали российские подлодки близ «карантинного» рубежа Кеннеди. Подчинись Архипов приказу, и ядерный пуск почти наверняка спровоцировал бы обмен встречными ударами, которые «опустошили бы Северное полушарие», как предупреждал Эйзенхауэр*[8].

Насколько от этой глобальной удачи выиграли американские акции? Чрезвычайно трудно ответить на этот вопрос, поскольку нужно оценить вероятность событий, которые не произошли

---

[8] Chomsky N. Confronting the Empire // *Z Magazine*. — 2003. — 16. — no. 3. — January 27.

в действительности. Кроме того, в такой анализ следует включить все возможные альтернативные сценарии, в том числе и те, результаты которых превзошли бы фактические.

Предположительно, мы сегодня могли бы жить в лучших обстоятельствах, чем на самом деле. Например, в мире без дыр в озоновом слое; в мире, где принцесса Диана все еще жива и все еще замужем за наследным принцем Чарлзом; в мире без ядерного оружия и, следовательно, без угрозы его похищения террористами, которые таким образом способны взять в заложники все человечество.

Как нам количественно оценить эти возможные варианты истории? Математическое моделирование по методу Монте-Карло позволяет произвести вычисления, но опять-таки на основе допущений. Одну из лучших попыток обобщить эту сильную форму ориентации на победителей предпринял Насим Николас Талеб, который написал на данную тему две книги — «Обманутые случайностью» и «Черный лебедь»[9].

Талеб делает вывод, что, возможно, вся дополнительная прибыль американских акций объясняется удачей, а не их качеством. Хотя знать точный ответ нам не дано, я склонен верить, что наша жизнь сложилась лучше, чем мы могли ожидать.

Чтобы включить в анализ акций США обе формы ориентации на победителей (слабую и сильную), необходимо добавить к таблице профессора Сигела еще несколько строк. С исправленными данными она принимает новый вид (таблица 8.2).

Подведем итоги нашей оценки элементов удачи и внутреннего качества в истории фондового рынка США. Американские акции обеспечивали большую прибыль, чем акции в других странах. Далее, нашему миру, скорее всего, повезло, что он после 1945 года избежал глобальной войны, ядерной или другой.

---

[9] Taleb N.N. Foolcd by Randomness: The Hidden Role of Chancc in the Markets and in Life. — New York: *Texere*, 2001. Taleb N.N. The Black Swan. — New York: *Random House*, 2005.

Таблица 8.2

Акции США выиграли благодаря удаче

Инвестиция в размере 1 тыс. долл. а 1802 году	*Стоимость в 1997 году, долл.*
Индекс потребительских цен в США	13 370
Золото	11 370
Правительственные облигации США	10,750 млн
Акции США	7,47 млрд
Акции Восточной Германии	0
Акции США при условии, что была ядерная война	0

. Sigel J.J. Stocks for the Long Run, 2nd ed.

Оба эти фактора говорят в пользу такого утверждения: именно удача сыграла важную, а возможно, и главную роль в фантастическом успехе акций США.

Акции США выжили. Дорогие ли они сегодня?

Исторический анализ американских акций показывает, что их удивительный успех вряд ли повторится. Не имея машины времени и возможности отправиться назад, в прошлое США, покупать акции сегодня не так уж просто.

Мой отец — врач старой школы. Он любит подтрунивать над современными врачами и тем, что они слишком полагаются на технологии. Вот одна из его любимых шуток: «Если ничего не помогает, надо осмотреть пациента». Этим он хочет сказать, что на самом деле начинать надо с внимательного осмотра больного. Мы с вами сейчас повторили ошибку современных врачей: уже несколько страниц говорим о покупке акций, а еще не уделили внимания собственно этим ценным бумагам. Давайте прислушаемся к совету моего отца и «осмотрим» финансового пациента, т. е. проанализируем несколько видов акций.

Начнем с акций *Microsoft*, а затем перейдем ко всему фондовому индексу S&P 500. *Microsoft* — одна из самых прибыльных компаний в мире, и, следовательно, ее акции относятся к числу

имеющих самую высокую рыночную стоимость. Она включена во все основные финансовые индексы, такие как промышленный Доу Джонса, S&P 500 и NASDAQ 100. *Microsoft* не только обладает финансовой мощью — она вызывает у многих людей сильные эмоции, от раздражения из-за «глюков» операционной системы Windows до восхищения прекрасной электронной таблицей Excel.

Но давайте отрешимся от эмоций и посмотрим на цифры. Наверное, самый распространенный анализ — тот, в котором используется так называемая Fed-модель, или ФРС-модель (поскольку ее применяет Федеральная резервная система США), для сравнения акций с 10-летними казначейскими облигациями. Последние выступают надежной альтернативой рискованным инвестициям в акции. На рисунке 8.1 показаны прогнозные цифры годовой прибыли на инвестицию в размере 100 долл. для акций *Microsoft* и 10-летних казначейских облигаций.

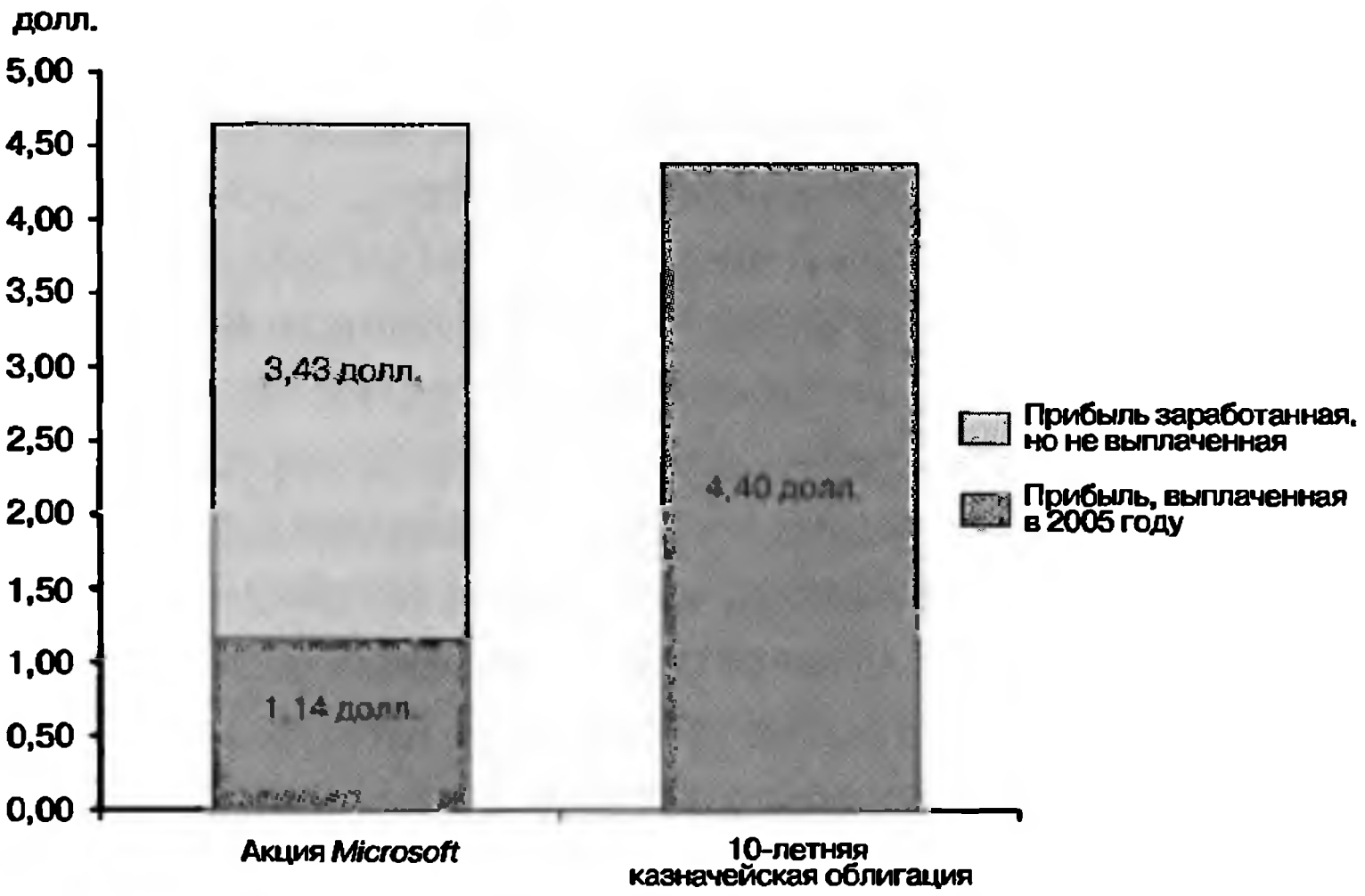


Рис. 8.1. Сравнение акций Microsoft с 10-летними казначейскими облигациями (прибыль за один год на инвестицию в размере 100 долл.)

. Федеральная резервная система США, компания Microsoft, газета Wall Street Journal

Инвестировав 100 долл. в казначейские облигации, мы заработаем за год 4,4 долл. (при текущей процентной ставке 4,4% годовых). А человек, вложивший 100 долл. в акции *Microsoft* (по 28 долл.), получит 1,14 долл. дивидендов. К тому же доля в акционерном капитале компании, равная 100 долл., принесет дополнительную прибыль, которую компания пока не выплачивает акционерам. По прогнозам аналитиков с Уолл-стрит, в 2005 году размер этой прибыли должен был составить 3,43 долл. на каждые 100 долл. инвестиций.

Ну так что, хороши акции *Microsoft* как объект для инвестирования? Правильный ответ зависит от вашего оптимизма относительно будущего. Казначейская облигация будет приносить вам 4,4 долл. ежегодно в течение десяти лет, а затем вам вернут ваши исходные 100 долл. Акция *Microsoft* может оказаться намного лучше или намного хуже. С одной стороны, стоимость компании *Microsoft* может значительно вырасти. С другой, акции этой фирмы гораздо рискованнее правительственных облигаций, и даже крупные компании не застрахованы от банкротства. Если держатель облигации вполне уверен в том, что ему вернут его исходные 100 долл., то акционер сознательно идет на риск.

Оправдывает ли возможная прибыль этот риск? Прежде чем мы ответим на данный вопрос, рассмотрим рисунок 8.2, на котором показаны расчеты для индекса S&P 500.

По оценкам, 100 долл. инвестиций в акции S&P 500 должны были принести в 2005 году 5,92 долл. прибыли, а инвестиции в акции *Microsoft* — 4,57 долл. Значит, фондовый рынок высоко оценивает прибыльность *Microsoft*, возможно, ввиду высокой стоимости этой компании. А инвестиции в акции S&P 500 приносят сегодня по сравнению с инвестициями в акции *Microsoft* даже большие дивиденды.

Fed-модель дает нам два взгляда на акции США — оптимистический и пессимистический.

Второй (рис. 8.3) состоит в том, что акции принесут своим держателям меньшие доходы, чем прогнозировалось. Такой

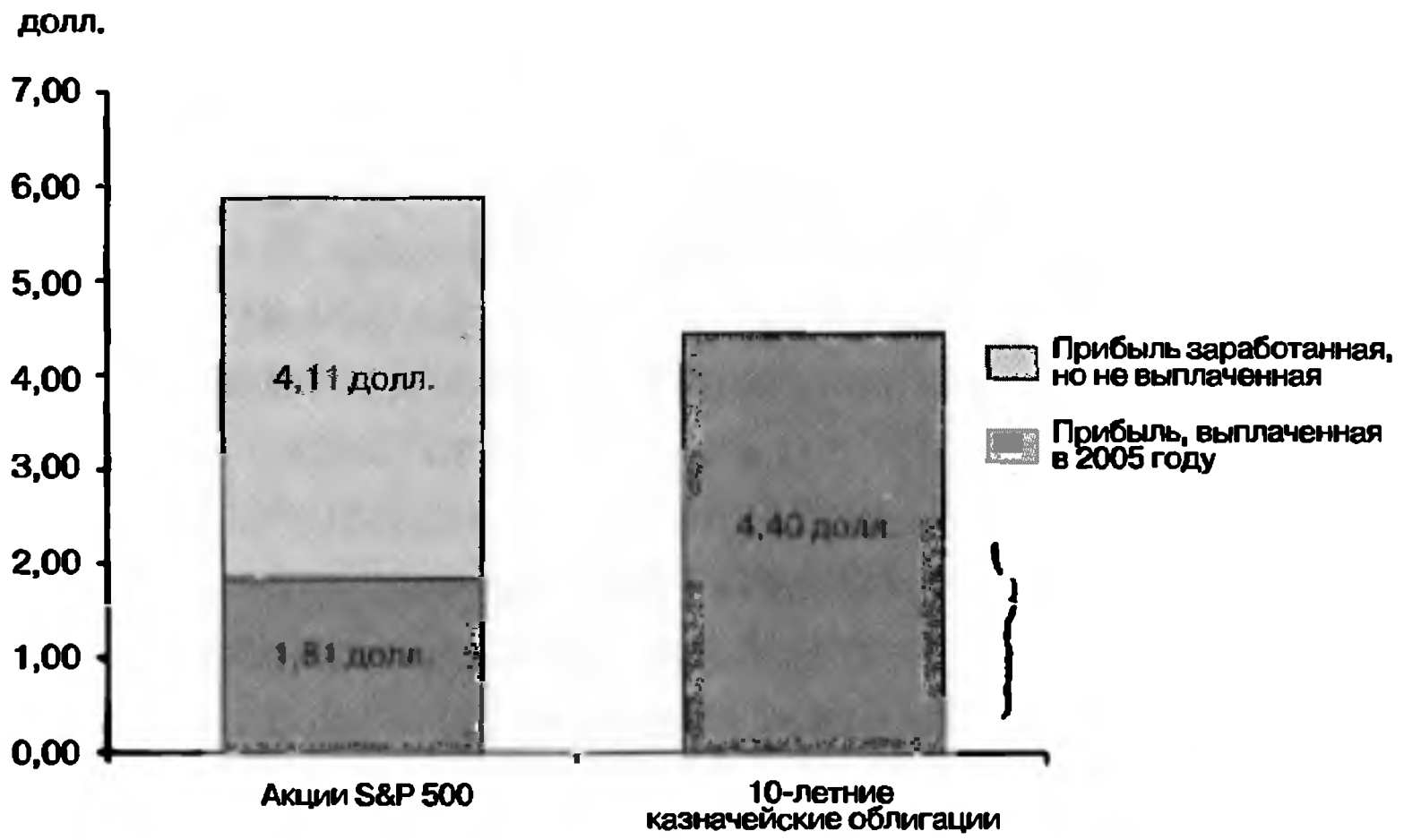


Рис. 8.2. Сравнение акций, включенных в индекс S&P 500, с 10-летними казначейскими облигациями (прибыль за один год на инвестицию в размере 100 долл.)
. Федеральная резервная система США, Standard & Poor's, Goldman, Sachs & Co.

взгляд основан на пессимистической оценке экономического состояния страны и отрицательном отношении к методу расчета прибыли. Учетные правила позволяют играть с фондовыми опционами и пенсиями. К тому же в пессимистических фондовых анализах часто присутствуют ожидания более высоких процентных ставок. Например, пессимист сравнивает низкую доходность акций с более высокими процентными ставками облигаций и делает вывод, что цена акций слишком высока.

Оптимистический взгляд основан на росте доходов. Оптимистическая диаграмма (рис. 8.4) построена исходя из предположений об умеренном росте экономики и синхронном росте корпоративной прибыли. Как видно из рисунка 8.4, в течение определенного времени прибыль росла быстрее, чем экономика. Но даже при более консервативных предположениях легко выстроить положительную историю акций. (На рисунке 8.4 сделано предположение о 7%-м росте экономики, который составили 3%-й рост производительности труда, такой же —

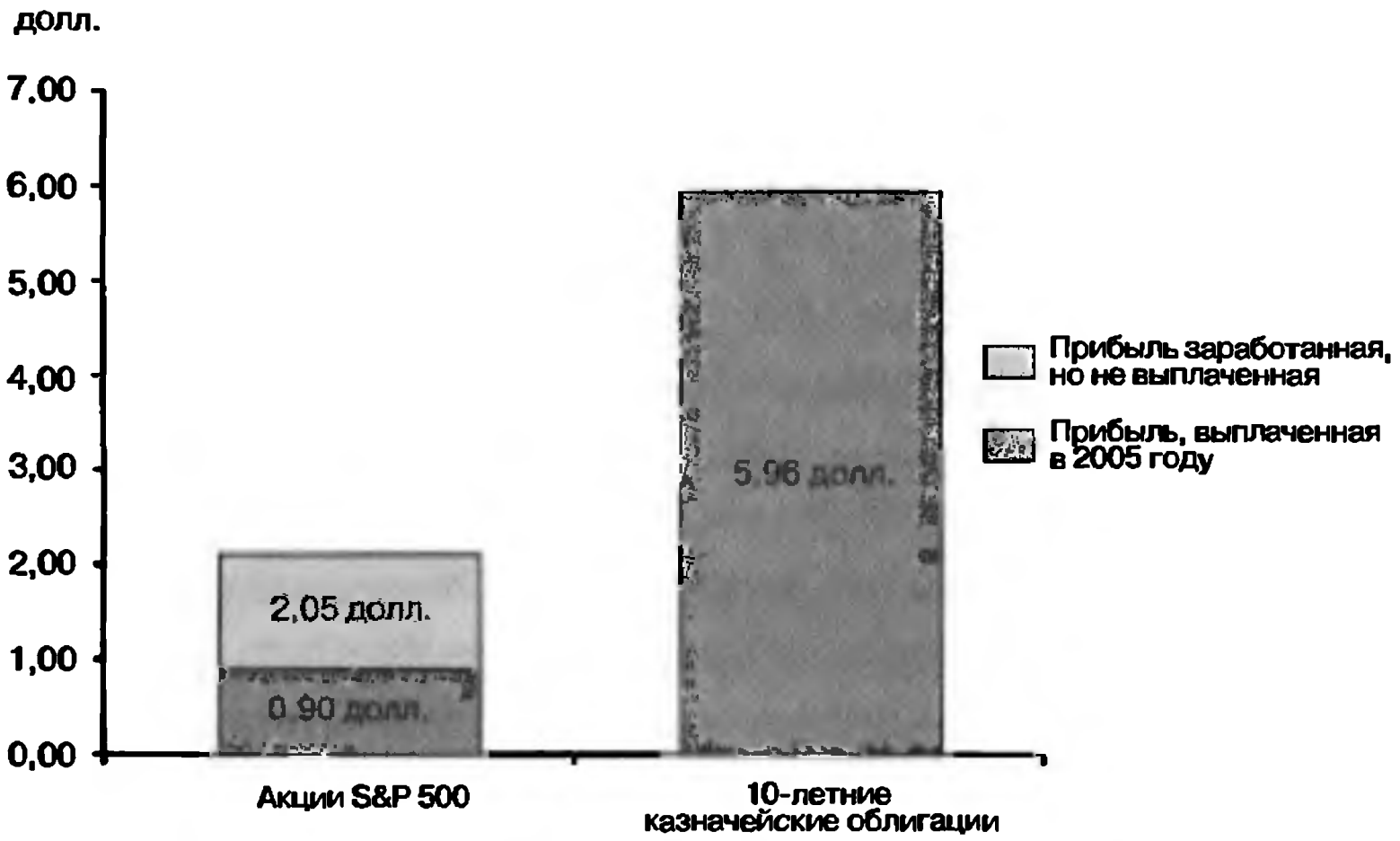


Рис. 8.3. Пессимистический взгляд на цену акций (прибыль на 100 долл.)
. Федеральная резервная система США, Standard & Poor's

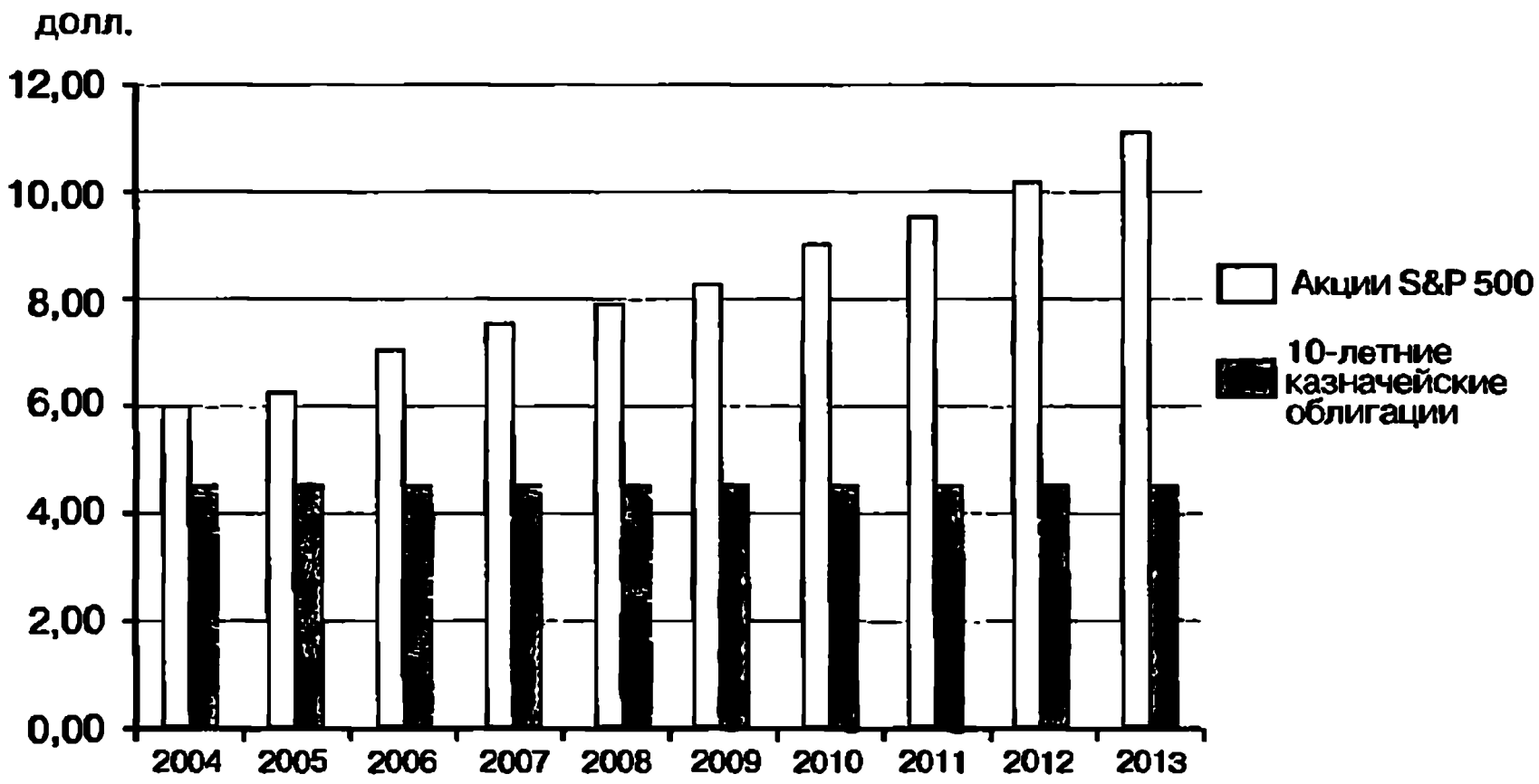


Рис. 8.4. Оптимистический взгляд на цену акций (прибыль на 100 долл.)
. Федеральная резервная система США, Standard & Poor's

инфляции и 1%-й рост численности населения. Читателей не должно озадачивать суммирование разных по своей сути величин, имеющих разные единицы измерения. Мы суммируем не

абсолютные величины (действительно имеющие разные единицы измерения), а относительные, которые выражены в процентах и отражают долевой вклад разных факторов в общий рост экономики.)

Хотя при построении Fed-модели мы не учитываем многие детали, все же возможно сделать некоторые выводы о стоимости акций.

Цены акций не выглядят до смешного высокими

По прибыли акции и облигации приблизительно равны. Можно выдвинуть веские аргументы в пользу как дороговизны, так и дешевизны акций. Равновесие между возможной отдачей и риском характеризует обоснованную стоимость.

Акции не дешевы

Хотя акции не выглядят ужасно дорогими, большинство измерений показывает, что их цена превышает исторические средние значения и намного превышает уровни оценки в самых нижних точках рынка. Поэтому акции либо реально оценены с сегодняшних позиций, либо щедро — в исторической ретроспективе. При таких условиях сложно охарактеризовать акции как дешевые ценные бумаги.

Темпы роста — важнейший фактор при определении стоимости акций

Ожидаемый темп роста чрезвычайно важен для оценки. В случае *Microsoft* инвестиция в размере 100 долл. сегодня приносит меньшую прибыль, чем такая же инвестиция в 10-летнюю казначейскую облигацию. Более того, покупатели акций *Microsoft* рискуют потерять частично или полностью свои деньги. Чтобы отдача оправдывала риск, прибыль от акций *Microsoft* должна со временем расти и значительно обгонять прибыль сверхнадежных казначейских облигаций. Вопрос о росте дохода настолько важен, что мы рассмотрим его детальнее.

Кроме простых расчетов стоимости, заметную роль в изменениях цены акций играют колебания эмоционального настроя. В определенные периоды инвесторы готовы рисковать, поскольку видят будущее светлым. В другие периоды инвесторы настроены скептически и хотят за свой риск получать больше денег. В книге «Великий крах» Джон Кеннет Гэлбрейт описывает этот эмоциональный аспект термином «растрачивать», имея в виду способность людей «растрачивать» деньги компаний и в целом всего мира. В хорошие времена инвесторы (возможно, регуляторные органы) исполнены оптимизма и расслаблены. Поэтому «растраты» растут. Однако, как пишет Гэлбрейт, «во время экономической депрессии картина меняется на противоположную. За деньгами внимательно следят, а к тому, кто ими распоряжается, относятся с подозрением. Такого человека изначально считают нечестным, пока он не докажет обратное. Проверки становятся повсеместными и дотошными. Коммерческая мораль многократно повышается. "Растраты" уменьшаются»[10].

Соотношение оптимизма и пессимизма — вечная тема в инвестициях. В то время, когда все смотрят на будущее акций с оптимизмом, эти ценные бумаги оказываются худшими инвестициями. И напротив: мрачные настроения обычно служат предзнаменованием высокой прибыльности фондового рынка. Эмоции инвесторов отражаются в цене акций. Допустим, инвестор в акции S&P 500 сегодня соглашается на дивиденды 1,81 долл. и отказывается от 4,40 долл. в виде надежных процентов по облигациям. Почему инвестор соглашается на меньшую прибыль? Потому что он с оптимизмом ожидает роста этих невысоких сегодняшних дивидендов. В другие же периоды инвесторы в акции столь скептично настроены, что требуют дивидендов, превышающих доходность облигаций.

На современном рынке такое скептическое отношение сохраняется только к тем компаниям, которые считаются особенно

---

[10] Galbraith J.K. The Great Crash 1929. — New York: *Houghton Mifflin*, 1979.

рискованными. Например, сегодня 100-долларовая инвестиция в *Altria* (бывшая *Phillip Morris*) принесет 5,5 долл. дивидендов[11]. Сегодня на дивидендах *Altria* инвестор зарабатывает больше, чем на процентах 10-летней казначейской облигации. Поскольку инвесторы опасаются, что судебные иски к этой табачной компании по поводу ее опасной для здоровья продукции чреваты банкротством, они согласны покупать акции только при условии высоких дивидендов. Но хотя такой скептицизм существует по отношению к *Altria*, фондовый рынок в целом инвесторы воспринимают положительно и соглашаются на более низкие дивиденды.

Сегодня оптимистически настроенные инвесторы принимают низкие дивиденды в надежде на будущие доходы. Однако даже в отсутствие существенных перемен на фондовом рынке любое событие, которое уменьшает склонность «растрачивать» и общий оптимизм, проявится в виде падения цены акций.

К чему мы пришли в нашей оценке акций? Из Fed-модели, которая позволяет сравнить акции с 10-летними казначейскими облигациями, следует, что первые ценятся хорошо. Исходя только из Fed-модели, оптимисты будут готовы покупать акции в надежде на существенный рост прибыли, а пессимисты поспешат продавать акции, боясь разочароваться в их прибыльности и надеясь на рост процентных ставок облигаций. Но если отрешиться от Fed-модели, оценки зависят от темпов роста и эмоциональных колебаний.

Естественные ограничения темпов роста

Несколько лет назад я видел телевизионное интервью с Арнольдом Шварценеггером. Его расспрашивали о привлекательности бодибилдинга. Почему некоторые люди, спросили Железного Арни, одержимы своими физическими размерами?

---

[11] *Wall Street Journal.*

Он ответил: «Разве кто-то ходит в зоопарк, чтобы посмотреть на мышей?» Этим Арнольд хотел сказать, что в людях от природы заложен интерес к размерам. (В своей книге «Качая железо» («Pumping Iron») Арнольд рассказал историю о том, как он однажды хотел задеть за живое своего соперника Лу Ферриньо. Шварценеггер нанес ему самое тяжелое для бодибилдера оскорбление, сказав: «Лу, ты сегодня выглядишь таким маленьким».)

Ученые мужи фондового рынка одержимы не только размером корпоративной прибыли, но и темпами ее роста. Можно представить себе, как инвесторы, вложившие свои деньги в акции быстро растущих компаний, говорят, подобно Арнольду: «Никто не станет покупать акции, соблазнившись их балансовой стоимостью». Такая озабоченность ростом вполне объяснима, если учесть рискованный характер акций и то, что текущий доход по ним ниже, чем по надежным казначейским облигациям. Главная причина, почему инвесторы соглашаются принять риск убытков на фондовом рынке, — обещание роста прибыли. Значит, инвесторы вполне обоснованно беспокоятся о росте.

Каковы перспективы роста корпоративной прибыли? Ответ однозначный. Рост прибыли, и, следовательно, цен акций, не повторит исторических тенденций.

Прежде чем мы рассмотрим естественные ограничения роста прибыли, стоит отметить, что это один из тех немногих вопросов, на которые в инвестиционном мире дают недвусмысленный ответ. Столь редкая ясность стала предметом целой серии анекдотов и шуток об экономике (которую даже называют «туманной наукой»). Вот пример такой шутки: даже если всех экономистов в мире подвергнуть заключению в одну камеру, они все равно не придут к одному заключению. Или более злая насмешка: если всех экономистов в мире подвергнуть заключению в одну камеру, какая же хорошая жизнь на земле настанет! Мы не будем ерничать, а похвалим экономистов за этот редкий случай ясности.

Факт: темпы роста корпоративной прибыли в течение долгого времени превышали свои естественные пределы. Будущее акций не может быть таким же блестящим, как прошлое.

Теперь объясним, как мы пришли к этому заключению. Начнем с основ — бактерий. Почти в любом учебнике по биологии содержится раздел, в котором рост численности бактерий описывают примерно так: некоторые бактерии способны делиться каждые два часа. Если бы такая скорость самокопирования сохранялась на протяжении хотя бы нескольких недель, потомство одной бактерии суммарно весило бы больше, чем вся наша Вселенная.

Продолжая тему Арни, скажем, что бактерии могли бы издевательски крикнуть современным интернет-компаниям: «Yahoo! Что-то вы очень медленно растете!» Не будь у бактерий никаких ограничений роста, у одной особи за день появилось бы 4096 потомков, за два дня — более 16 млн, за три дня — более 60 млрд, а за пару недель — достаточное количество, чтобы в совокупности перевесить нашу планету.

Приходится признать, что бактерии — доки в размножении. Какова же скорость роста бактерий в долгосрочной перспективе? Ответ удивительный: нулевая. Бактерии живут на Земле уже довольно долго. Простые математические вычисления ежегодной скорости их роста за всю историю их существования дадут нам число, большее нуля на бесконечно малую величину.

Непреложный математический закон приводит к контрасту между удвоением каждые два часа и нулевой долгосрочной скоростью роста. По крайней мере, за последние несколько миллиардов лет сама Земля изменилась в весе несущественно. Долгосрочные темпы роста Земли, следовательно, были нулевыми. Значит, все, что является подмножеством Земли, включая бактерий, тоже должно иметь не более чем нулевые долгосрочные темпы роста.

Это математический трюизм. Часть системы не может иметь большую скорость роста, чем сама система, в течение неограниченного времени.

Как бактерия выступает частью Земли, так и любая компания является частью глобальной экономики. Значит, в течение длительного времени ни одна компания не способна расти быстрее, чем мировая экономика. На рисунке 8.5 показан рост доходов *Microsoft* с момента ее публичного дебюта и по настоящее время в сравнении с ростом экономики США. (Конечно, лучше всего было бы сравнить с ростом глобальной экономики; мы рассматриваем США потому, что суть от этого не меняется, а американская статистика надежнее.)

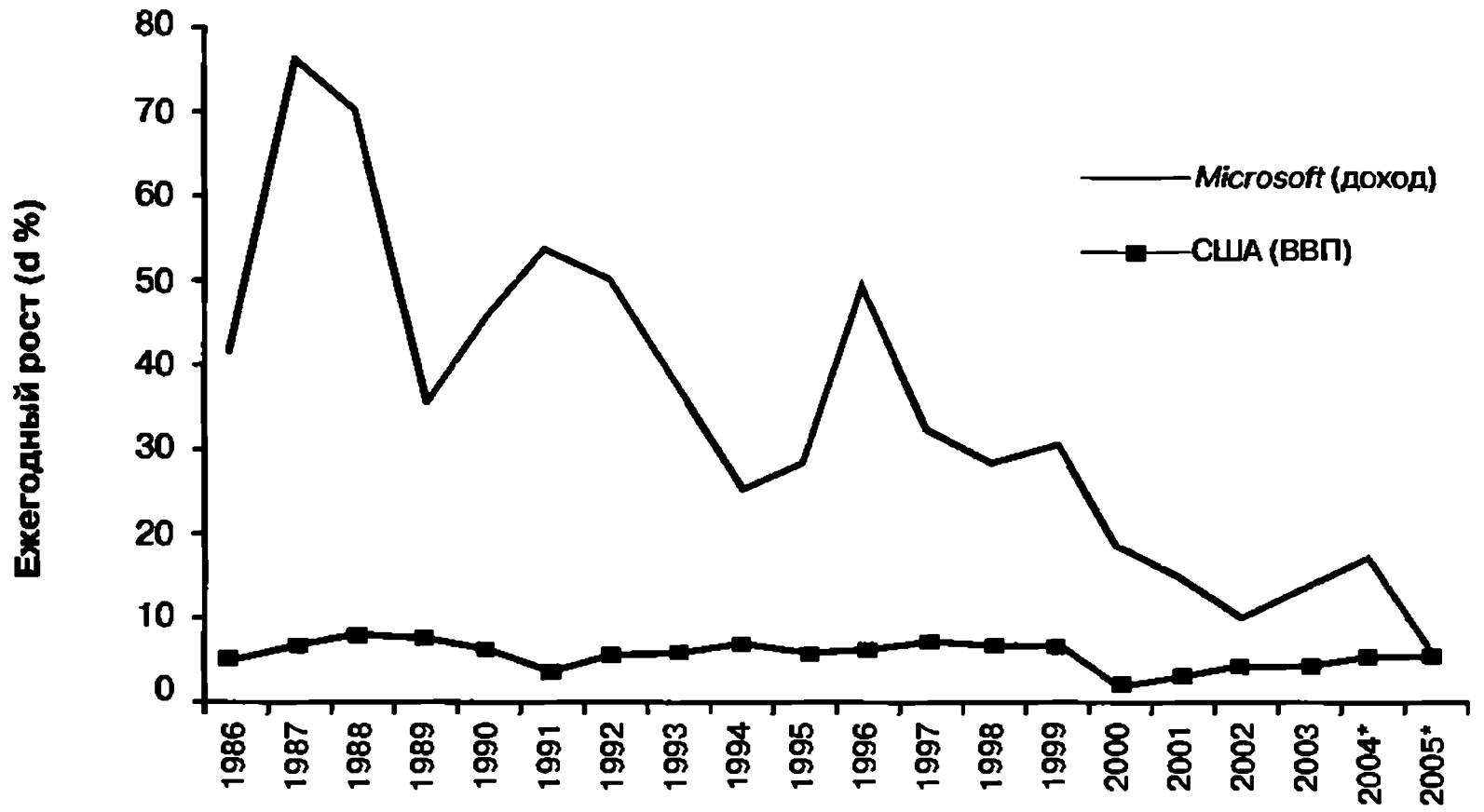


Рис. 8.5. Рост Microsoft замедлился по сравнению с ростом экономики США
. Компания Microsoft, министерство торговли США, Бюджетное управление Конгресса США

Когда *Microsoft* была молодой компанией, она отличалась впечатляющими темпами роста. Однако с годами ее рост замедлился и сейчас близок к скорости роста всей страны. В течение длительного периода *Microsoft* не может расти быстрее,

чем экономика. По прогнозам, разрыв должен был исчезнуть уже к 2005 году (рисунок 8.5)[12].

Если компания, или группа компаний, растет быстрее экономики, такие темпы роста долго не продержатся. Несомненно, скорость роста обязательно упадет до естественного предела, и вопрос лишь в том, когда именно это произойдет.

Корпоративные годовой доход и прибыль тоже имеют естественные пределы роста. Ни годовой доход, ни прибыль не могут бесконечно расти быстрее, чем экономика. Однако на рисунке 8.6 показано, что корпоративная прибыль в США некоторое время росла быстрее, чем экономика.

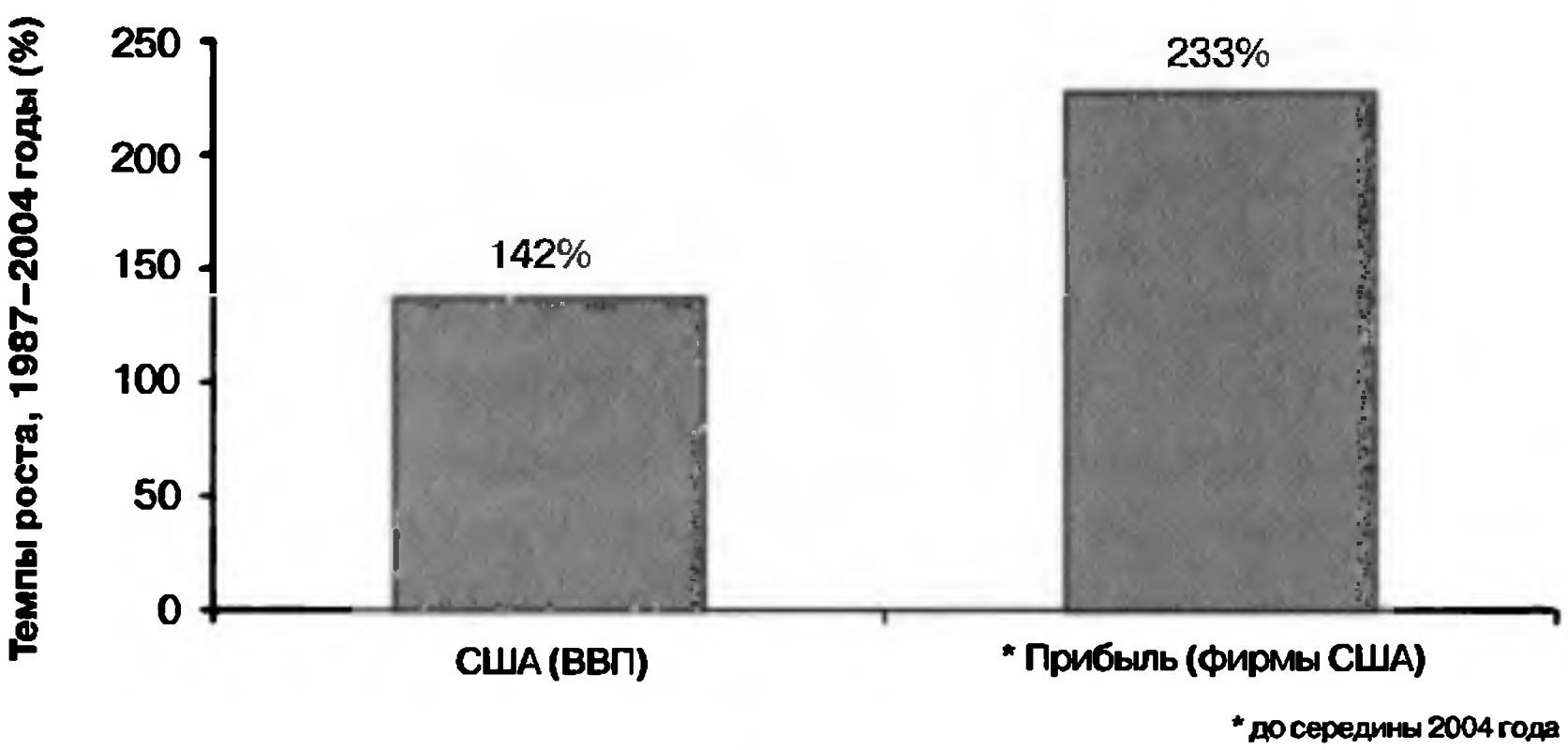


Рис. 8.6. Прибыль росла быстрее, чем экономика

. Бюро экономического анализа, министерство торговли США, Бюджетное управление Конгресса США

Если рассмотреть данные за тот же период, который указан на графике для *Microsoft*, корпоративные прибыли в США росли быстрее, чем экономика. Но этот рост прибыли — превышающий естественные ограничения скорости — не может

[12] Конференция *Microsoft*, 22 июля 2004 года.

продолжаться долго. Хотя пока точно не известно, когда рост остановится, это неизбежно произойдет — так же, как неизбежны смерть и налоги.

Покупка «горячих» акций в самый неподходящий момент

В последние годы прибыль фирм США росла быстрее, чем экономика. Как это отразится на стоимости акций? Когда нечто выходит за рамки среднего, нужно насторожиться. Например, если спортсмен провел фантастический сезон, то разумно ожидать, что в следующем году его успехи не будут столь впечатляющими.

Но мы как инвесторы, кажется, скроены на другой, прямо противоположный лад. Мы склонны переоценивать последние события. Из-за этого мы проявляем безудержный оптимизм в самое неподходящее время. Рассмотрим историю *Sun Microsystems*. В конце 1990-х годов компания переживала бурный расцвет благодаря Y2K («Проблеме 2000 года») и так называемому «интернет-пузырю». Годовые доходы и прибыль *Sun* росли со скоростью, почти равной 100% в год[13].

Как следовало поступить рациональному инвестору при оценке перспектив *Sun* в конце 1990-х годов? Разумный ответ таков: 100%-ный рост долго поддерживать невозможно. Поэтому осторожный инвестор не стал бы возлагать больших надежд на текущие успехи компании. Исторически инвесторы всегда оценивали акционерный капитал цифрой, в 10–20 раз превышающей текущую прибыль фирмы. Осторожность подсказывает, что в конце 1990-х годов инвесторам следовало поместить *Sun* ближе к нижнему краю этого диапазона.

Но разве инвесторы понимали, что успехи *Sun* в конце 1990-х годов недолговременны? Как раз наоборот: под влиянием своего

---

[13] *Wall Street Journal*.

мозга ящера инвесторы так сильно желали акций этой компании, что те выросли в цене до величины, почти в 100 раз превышающей текущую прибыль! В то самое время, когда прибыль *Sun* росла просто с неимоверной скоростью, инвесторы оценивали прибыль по максимуму. За что и поплатились: акционеры *Sun Microsystems* обанкротились после того, как капитал компании потерял более 90% своей стоимости[14].

На рисунке 8.7 показана потенциальная проблема цены акций. Видно, что начиная с 1987 года эти цены росли даже быстрее, чем корпоративная прибыль.

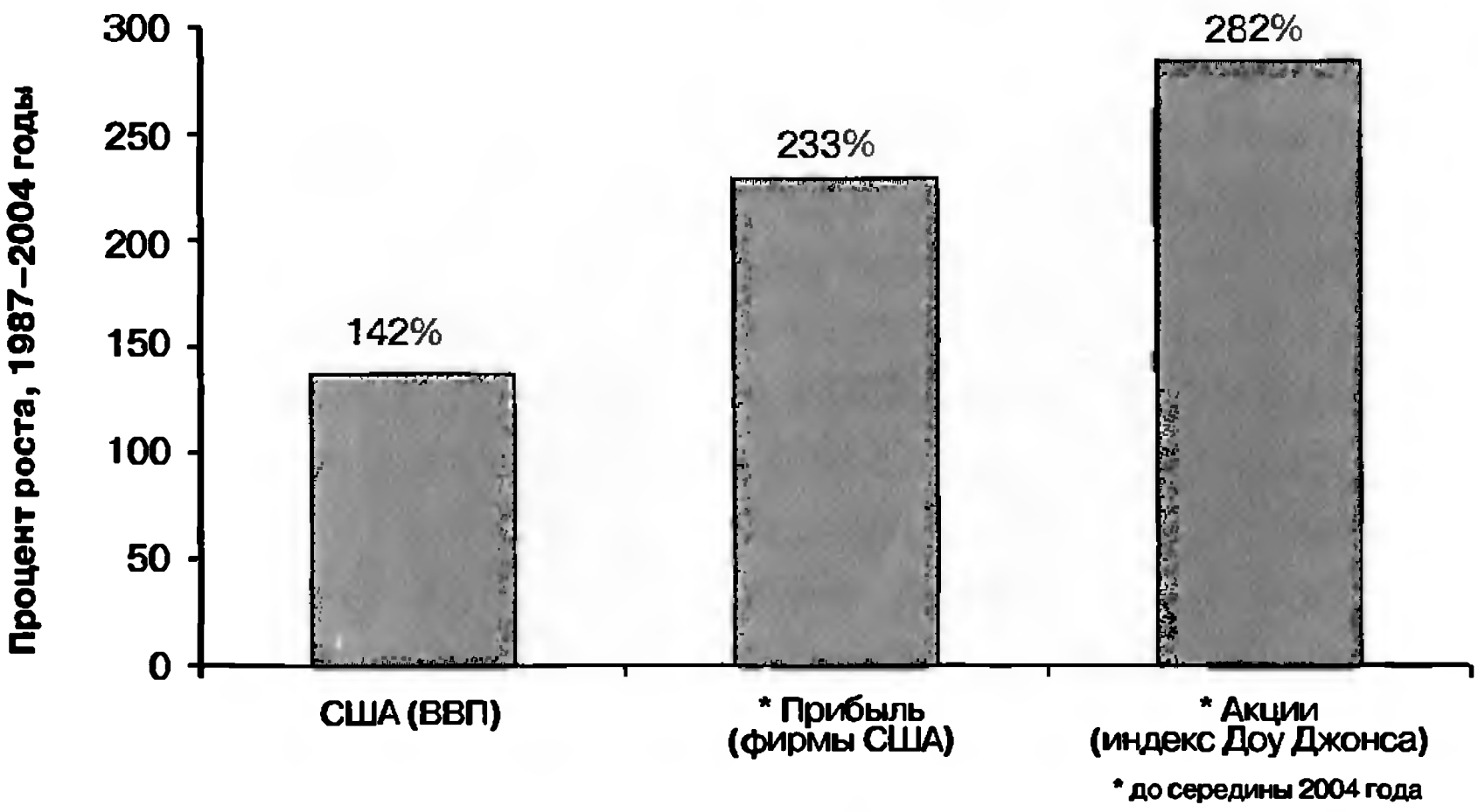


Рис. 8.7. Цены акций выросли даже больше, чем прибыль
. Бюро экономического анализа, министерство торговли США, Бюджетное управление Конгресса США

Эта диаграмма отражает самую консервативную оценку роста фондового рынка. В качестве исходной точки взят самый высокий уровень промышленного индекса Доу Джонса накануне биржевого краха 1987 года[15]. При любой другой

---

[14] *Wall Street Journal*; также см. табл. 3.1 нашей книги.

[15] Dow Jones, *www.djindexes.com*.

исходной точке мы получили бы еще более высокую скорость роста. К тому же в расчетах не учтены дивиденды, иначе прибыль фондового рынка выросла бы еще больше.

Мы получили два слоя роста, который невозможно поддерживать. Корпоративная прибыль растет с невозможной для поддержания скоростью относительно роста экономики, а оценка этой прибыли фондовым рынком растет еще быстрее. Если рост прибыли замедлится и придет к своему естественному пределу, то текущую прибыль можно будет оценить с помощью умеренного коэффициента. Но инвесторы своим высоким спросом настолько подняли цены на акции, что за каждый доллар прибыли платят сегодня больше, чем когда-либо прежде.

Когда же корпоративная прибыль и цены на акции придут к естественному пределу роста? Однажды я думал над этим вопросом, когда смотрел телевизионную передачу «Сегодня вечером» («Tonight Show»). В гостях у ведущего Джея Лено был Фил Мак-Гро по прозвищу Доктор Фил, который рассказывал о своей книге «Окончательное решение проблемы избыточного веса» («The Ultimate Weight Solution»). Джей Лено пошутил над избыточным весом автора новой методики, на что тот ответил: «Вы считаете меня слишком толстым, чтобы написать книгу о диете?»

Я бы не стал шутить, парировал Джей Лено, если бы в названии книги не фигурировали слова «окончательное решение». Не лучше ли человеку с габаритами Доктора Фила использовать менее хвастливые заявления? Книге подошли бы такие, например, скромные, но со вкусом названия, как «Очень хороший способ сбросить вес» или «Умеренная потеря веса для толстяков».

Доктор Сигел в своей книге, пропагандирующей акции, не повторил ошибку Доктора Фила. Он назвал свой труд «Акции — для длительной игры», а не «Акции для очень, очень длительной игры» и не «Секреты инвестирования из Юрского периода». Для действительно продолжительных периодов времени

аргументы профессора Сигела не работают. Акции не могут быть лучшими инвестициями, поскольку в долгосрочной перспективе они будут всего лишь средними по доходности инвестициями.

Никто не знает, когда корпоративная прибыль и цены акций достигнут своих естественных пределов. Широко известна острота Джона Мейнарда Кейнса: «В долгосрочной перспективе мы все умрем». Этим он хотел сказать, что действительно длительные периоды времени мало интересуют людей, годы жизни которых ограничены. Поскольку *Microsoft* в течение более чем десяти лет росла очень быстро, нет оснований ожидать мгновенного замедления роста акций. Тем не менее такое замедление неизбежно.

Покупка акций вместе с «быками» Уолл-стрит

К данному моменту наш фундаментальный анализ привел к двум выводам. При существующих прогнозах прибыли и процентных ставках цены на акции выглядят почти обоснованными. Некоторое беспокойство вызывает лишь то, что и прибыль, и ее оценка фондовым рынком растут со скоростью, которая долго не продержится. Следующий фрагмент пазла оценки — это попытка измерить настроение инвесторов. Универсальное инвестиционное правило гласит: популярные инвестиции малоприбыльны, и наоборот. В какой точке шкалы отношения к акциям — от крайнего оптимизма до крайнего пессимизма — мы сейчас находимся?

Поищем ответ у гуру с Уолл-стрит. Крупные финансовые фирмы привлекают рыночных стратегов, которые разрабатывают прогнозы и инвестиционные рекомендации. Ричард Бернстейн — один из таких стратегов; он работает на *Merrill Lynch & Co.* В 2003 году эксперта подвергли критике за его чрезмерный негативизм по отношению к акциям[16]. Бернстейну

[16] *Bearish Merrill Strategist under Fire*, CNNfn, November 22, 2003.

не давал покоя ряд проблем, включая торговый дефицит США и возможность роста процентных ставок.

В отличие от своих собратьев по оружию, Ричард Бернстейн в течение многих лет отзывался об американских акциях резко отрицательно. Однако в 2003 году цены на них значительно выросли. Инвесторы, которые прислушивались к Бернстейну, заработали меньше, чем могли бы, следуй они рекомендациям его конкурентов. Не удивительно, что Бернстейн подвергся критике за свои «медвежьи» взгляды на будущее.

Насколько взгляды Ричарда Бернстейна «медвежьи»? Удивительно, что он, несмотря на всю свою «медвежью» позицию, советовал людям инвестировать почти половину их свободных средств в рискованный фондовый рынок. Почему же рекомендации Бернстейна были названы «медвежьими»? Просто мы живем в инвестиционном климате, в котором доминирует взгляд профессора Сигела («акции — это лучшие инвестиции»), поэтому любая попытка вложить хотя бы часть средств не в акции рассматривается как «медвежья».

Рекомендация подвергнуть риску почти половину средств выглядит довольно смелой. Тем не менее, Ричард Бернстейн был консерватором по сравнению со своими коллегами. В таблице 8.3 приведены рекомендации ряда ведущих фирм Уолл-стрит, опубликованные в информационном бюллетене *Dow Jones Newswires* в то время, когда Ричарда Бернстейна критиковали за «медвежью» позицию.

Это вовсе не список «быков» Уолл-стрит; это полный список, составленный службой *Dow Jones Newswires*! Как видим. Ричард Бернстейн действительно придерживался самого пессимистического среди своих коллег взгляда на акции.

Из таблицы следует, что акции ждут трудные времена. Хотя в последнее время о Ричарде Бернстейне пишут меньше, Уолл-стрит все еще занимает по отношению к акциям выраженную «бычью» позицию. А мы уже знаем, что инвестиции хороши лишь тогда, когда их все игнорируют. Вспомним:

Таблица 8.3

В оптимистической среде осторожность считают пессимизмом

Фирма	*Стратег*	*Сколько процентов средств рекомендует вложить в акции*
A.G. Edwards	Марк Келлер	70
Bank of America	Том Мак-Манус	70
Bear Stearns & Co.	Франсуа Тран	60
CIBC World Markets	Субодх Кумар	70
Goldman Sachs & Co.	Эбби Джозеф Коэн	75
Legg Mason	Ричард Криппс	60
Lehman Brothers	Чип Диксон	70
Merrill Lynch & Co.	**Ричард Бернстейн («медведь»)**	**45**
Morgan Stanley	Стив Гэлбрейт	65
Raymond James	Джеффри Саут	65
Salomon Smith Barney	Билл Хелман	55
Wachovia	Кен Лю	78

. Dow Jones Newswires[17]

в 1982 году было лучшее в истории США время покупать акции — как раз когда все инвесторы презирали и игнорировали эти ценные бумаги.

Почему стоит покупать акции, даже если они всего лишь средние по доходности инвестиции

Подростком я иногда проводил время на местном катке для езды на роликовых коньках. 1970-е годы запомнились мне не только брюками-клеш и другой модной одеждой того времени в уже забытом стиле, но и некоторыми поразительными

[17] «Рекомендации ведущих фирм Уолл-стрит о размещении активов (на 2004 год)», *Dow Jones Newswires*, December 31, 2003.

правилами общественного устройства. Как недостаточно умелый, но жаждущий острых ощущений конькобежец я постоянно конфликтовал с персоналом катка по поводу слишком быстрой езды.

Да, я действительно ездил слишком быстро, но возмущали меня не придирки персонала. а нелепость правил. «Запрещена езда со скоростью, превышающей среднюю» — таблички с таким объявлением-законом были развешаны в клубе повсюду. Много часов провел я в размышлениях, пытаясь уловить логику этого правила. Ведь если хотя бы один человек катается на роликах медленнее, чем со средней скоростью, то чисто математически должен быть кто-нибудь (или даже несколько таких), кто катается со скоростью, превышающей среднюю. И хотя персонал катка остался равнодушен к моим логическим аргументам, я узнал математику средних величин.

Когда речь заходит об инвестициях, от логики средних чисел нам никуда не деться. Ни один класс инвестиций не может бесконечно долго превышать средние значения. Акции продаются уже долгое время, и они не дешевы. Поэтому я не рекомендую покупать акции в надежде, что они и в будущем принесут большую, чем другие активы, прибыль.

Правда, даже если акции по своей инвестиционной привлекательности находятся всего лишь на среднем уровне, их все равно стоит покупать. Тому есть ряд разумных причин. Во-первых, акции защищают от инфляции и дефляции. Покупая акции, а значит. реальные активы, представленные ими, вы фиксируете покупки по сегодняшним ценам. Другими словами, если вырастет уровень инфляции, вырастет и стоимость активов, представленных акциями. Если же цены упадут, упадут и активы, принадлежащие корпорации, которая выпустила соответствующие акции. Значит, акции защитят инвесторов в том случае, если длительный период почти идеальной инфляции в США в конце концов завершится.

Во-вторых, акции защищают от валютных колебаний. Поскольку многие американские компании значительную часть своих доходов получают от международных продаж, то цены на акции слабо реагируют на колебания стоимости доллара. Например, в 2003 году доллар США потерял около 20% своей стоимости относительно евро и существенно подешевел относительно большинства других валют[18].

В результате падения доллара большинство американцев стали беднее. Покупая бутылку французского вина или автомобиль японского производства, мы платим больше долларов, чем раньше. В то же время прибыль многих американских компаний благодаря падению доллара только выросла. Так, за один и тот же свой программный продукт, который в Европе стоит 100 евро, *Microsoft* в конце 2003 года получала 120 долл., а в начале года — всего 100 долл. Продавая тот же самый товар по той же самой цене в иностранной валюте, компания получала большую прибыль в долларах.

Акции стоит покупать по соображениям уменьшения риска, даже если они и представляют собой всего лишь средние по доходности инвестиции. Это интересный поворот событий. Акции часто воспринимаются как высокорискованные, но и с большим потенциалом прибыли инвестиции. Однако, возможно, наступило время, когда акции стали средними инвестициями, в определенной степени снижающими риск.

Еще одна причина покупать акции — это возможность законно уклоняться от налогов. Как прирост капитала, так и дивиденды облагаются налогами по низкой ставке. К тому же можно создать свой собственный взаимный инвестиционный фонд с льготами по налогообложению. Секрет в том, чтобы держать много разных акций и успеть до конца года продать достаточно «проигравших» (т. е. акций с падающим курсом), чтобы выйти на нулевые налоги. Эта дополнительная возможность,

---

[18] Федеральная резервная система США, см. рис. 6.3 и 6.4 данной книги.

связанная с акциями, существовала всегда, но до последнего времени была невыгодна для большинства людей ввиду высоких торговых комиссионных. Онлайновая брокерская революция сделала возможным на законных основаниях бесконечно отсрочивать уплату налогов по доходам от деятельности на фондовом рынке.

Так же как родители любят всех своих детей, даже не самых выдающихся, существуют веские причины, по которым стоит держать акции, даже если они представляют собой всего лишь средние по привлекательности инвестиции.

Даже если вы вообще не покупаете акции, у вас их все равно много

Заключительная глава данной книги содержит сводку моих рекомендаций по инвестированию. Для большинства людей мои советы о покупке акций значат меньше, чем советы, исходящие с Уолл-стрит. Допустим на мгновение, что вы последуете моим рекомендациям или из каких-то других соображений инвестируете небольшую сумму в акции. А теперь представим, что через 30 лет эти акции фантастически вырастут. И вот в 2035 году вы оглядываетесь назад и оцениваете свои текущие финансовые решения.

Многие мои знакомые инвесторы любят фантазировать о том, как бы они сорвали большой куш, если бы провели фондовые операции в нужный момент. Один из моих друзей правильно предсказал подъем биотехнологических акций в конце 1990-х годов. Хотя он и заработал немного на своих инвестициях, большую часть возможностей он упустил (некоторые акции, которые отслеживал мой друг, выросли в стоимости за год с 5 долл. до более чем 100 долл.). Почти во всех наших разговорах с ним рано или поздно всплывала его фантазия о том, что ему тогда следовало влезть в долги и на все деньги до последнего цента накупить биотехнологических акций. Многие другие инвесторы тоже любят поговорить на эту тему — что

не следовало покупать акции во время биржевого «пузыря» или что надо было покупать после террористической атаки сентября 2001 года, и т. д.

Представим себе нашего благоразумного фондового инвестора, который оглядывается на 30 лет назад. Он фантазирует, как бы он тогда вложил все свои доллары в акции, а сегодня заработал бы кучу денег. А если бы существовала машина времени, он поступил бы еще хитрее: вернувшись из 2035 года назад на 30 лет, он бы подправил свою схему инвестирования. Действительно, разве не здорово было бы, скажем, на пенсии узнать, что наши прошлые финансовые решения волшебным образом были подкорректированы и стали идеальными?

В кинофильме «Назад в будущее» Марти Мак-Флай тоже хотел бы изменить мир. В начале картины на его глазах террористы расстреляли наставника Марти, «сумасшедшего» профессора. Как было бы хорошо, будь у парня возможность вернуться в прошлое и изменить события так, чтобы профессор подготовился к нападению террористов. Что Марти и сделал, когда попал в прошлое, — предупредил учителя об ужасном событии. Вооруженный новыми знаниями, профессор все равно попадает под огонь террористов, но теперь на нем есть пуленепробиваемый жилет.

Пока акции США продолжают свое 200-летнее существование, нам не избежать желания вернуться назад и подкорректировать свои прошлые финансовые решения. Забавно, но, даже вообще не покупая акций, вы почти наверняка участвуете в бесконечной игре на фондовом рынке. Об этом феномене я толкую своему приятелю Дугу уже много лет.

Мы с Дугом были товарищами по комнате в студенческом общежитии. Сейчас мой приятель руководит рядом частных фирм в Южной Калифорнии (а также стал довольно умелым серфром). За годы биржевого «пузыря» Дуг заработал очень большие деньги, частично благодаря крупным инвестициям в *Qualcomm*. В определенный момент тех эйфорических дней он

владел восемью тысячами акций этой компании. Однажды он пошел заниматься серфингом, а когда вернулся домой, узнал, что за те два часа, пока он покорял океанские волны, каждая его акция выросла в цене более чем на 70 долл. Значит, покатавшись утром на серфинговой доске, Дуг одновременно заработал (только на акциях одного вида) более чем полмиллиона долларов! Неплохо.

Даже когда «пузырь» лопнул, Дуг все еще верил в свои акции. На протяжении 2001 года и начала 2002 года я постоянно напоминал ему, чтобы он оптимизировал свой портфель акций. «Думаешь, акции будут и дальше падать?» — спрашивал меня Дуг. Я отвечал, что мои рекомендации не основаны на прогнозах фондового рынка. На что он расстроенно говорил: «Зачем же мне продавать свои акции, если они вскоре поднимутся в цене?»

Тогда мы подошли к вопросу с карандашом в руках. Я заставил Дуга составить полный список его активов. Дуг — богатый малый; его состояние составляет несколько миллионов долларов. Деньги вложены по частям в калифорнийскую недвижимость, в его собственные фирмы и в акции. Затем я попросил Дуга описать сценарий, при котором у его фирм возникнут серьезные проблемы. Такое произойдет, ответил мой приятель, в случае экономического спада. И мой последний вопрос касался стоимости его акций и недвижимости, если события пойдут по этому сценарию. Дуг ответил, что при ухудшении экономических условий одновременно пострадают все три источника его благополучия.

Мы сделали вывод, что даже в случае отсутствия у Дуга акций его состояние вырастет при росте фондового рынка. Дуг участвует в любом фондовом буме, даже если вообще не имеет акций. В благоприятные экономические времена, способствующие росту фондового рынка, его недвижимость и фирмы тоже стоят больше.

Вот так же и большинство из нас как будто бы имеют акции, даже если никогда их не покупали. Важнее всего то, что наши профессиональные перспективы повторяют движения

фондового рынка. Если же мы положим все наши финансовые яйца в одну фондовую корзину, то именно в тот момент, когда нам больше всего будут нужны наши ресурсы из-за проблем в нашей жизни, акции будут стоить меньше.

Большинству из нас не следует беспокоиться по поводу того, что мы не участвуем в игре на фондовом рынке. Если экономика будет расти, то мы в 2035 году почувствуем себя так, как будто имеем полный портфель акций. Действительно, вследствие бума на фондовом рынке вырастут наши заработные платы и стоимость нашей недвижимости — чем не дивиденды от акций? Если же развитие событий пойдет по более мрачному сценарию, нам наверняка понадобятся свободные деньги, и мы порадуемся тому, что в прошлом не вложили их в рискованные акции.

Наш роман с фондовым рынком продолжается

Сегодня акции имеют почти обоснованную стоимость. Нам легко вообразить сценарии, при которых акции окажутся дешевле, и так же несложно представить себе миры, в которых они подорожают. Баланс риска и прибыли определяет обоснованную стоимость.

Моя обеспокоенность по поводу инвестирования в американские акции вызвана не фундаментальным анализом, а взглядом на эмоциональные циклы. После того как финансовая мания достигает размаха, свидетелем которого мы стали в конце 1990-х годов, обычно следует период крайнего пессимизма. Хотя после того, как лопнул «пузырь», рынок имел ярко выраженный «медвежий» вид, мы, судя по всему, так и не достигли требуемых глубин.

Последний факт в моих рассуждениях: почти никто не верит в описанное поведение фондового рынка. По правде говоря, я и сам с трудом поверил. Я начал серьезно покупать акции в начале 1980-х годов. Тогда можно было приобрести акции фантастических, быстро растущих компаний с однозначным коэффициентом цена/прибыль. Я взволнованно ходил по своей квартире в Сан-Диего с *Wall Street Journal* в руках и бормотал

себе под нос: «Сейчас историческое время покупать акции». Я знал, что тогда они были дешевы.

На протяжении всей моей инвестиционной жизни акции были лучшей инвестицией. Настолько лучшей, что я заработал на них гораздо больше, чем получил за это время зарплаты. Но все мои знания фондового рынка говорят мне: акции сегодня не могут быть столь же хорошей инвестицией, какой они были в течение всей моей жизни. Тем не менее, до конца я в это не верю. Или, если сформулировать точнее, мой озирающийся назад мозг ящера просто не в состоянии забыть о том, что акции принесли мне много денег.

Тем из нас, кто на протяжении последних десятилетий зарабатывал деньги на акциях, крайне трудно отказаться от этой привычки. Аргумент против абсолютно «бычьего» отношения к акциям США — это аргумент знаний против опыта. Мой мозг ящера по-прежнему подталкивает меня инвестировать все свои свободные средства в акции, даже несмотря на то, что анализ подсказывает другое. Рациональная половина моего «я» позволяет мне контролировать мои инвестиции, но я не в состоянии помешать моему мозгу ящера любить акции.

Нежные чувства, будь то к деньгам или возлюбленной, имеют общие элементы. В кинофильме «Влюбленный Шекспир» молодой драматург полюбил переодетую в мужское платье Виолу де Лессепс (которую сыграла Гвинет Пэлтроу, получившая за эту роль награду Киноакадемии США). На романтическом пути к хэппи-энду Шекспир и его возлюбленная преодолевают различные препятствия, в том числе публичную помолвку Виолы с Филипом Хенслоу (роль Джеффри Раша).

Поскольку жених Виолы — лорд, все участники любовного треугольника в конце концов предстали пред очи королевы Елизаветы. Присутствующий при этом другой лорд учтиво спрашивает королеву, чем закончится запутанная история. И она ответила: «Как и все истории, в которых кто-то вынужден отказаться от любви, — слезами и дальней дорогой».

Хотя в нашем романе с акциями были слезы, мы от акций слишком далеко никогда не уезжали, что показано на рисунке 8.8. За десять лет с 1994 по 2003 год инвесторы разместили дополнительные 1,5 трлн долл. в долгосрочных взаимных фондах. В мире после биржевого «пузыря» риторика относительно акций стала сдержаннее, но никто не отказался от них как от объекта для инвестирования. Поэтому я прогнозирую: до тех пор, пока акции вновь не станут выдающимися инвестициями, люди в течение долгих лет будут выводить с фондового рынка ранее вложенные туда деньги.

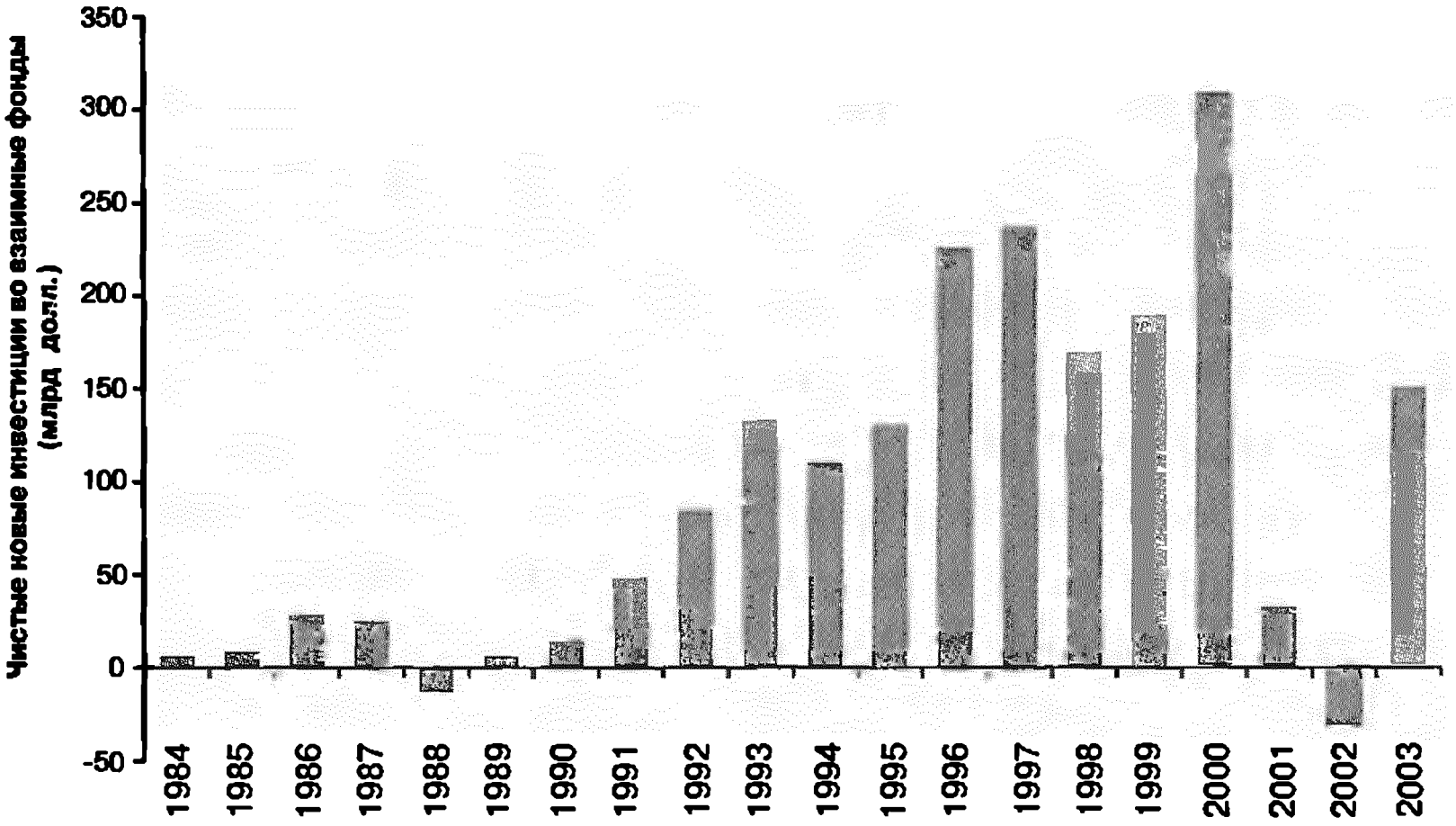


Рис. 8.8. Роман Америки с акциями не закончен

. Институт инвестиционных компаний, справочник за 2004 год, таблица 13

В своей книге «Акции — для длительной игры» 1998 года издания профессор Сигел восклицает: «Акции даже *надежнее, чем банковские депозиты*!» Конечно, спустя всего два года индекс S&P 500 потерял половину своей стоимости, а NASDAQ — даже 70%. В издании 2002 года, т. е. после биржевого «пузыря», с суперобложки книги «Акции — для длительной игры» исчезло это чрезмерно оптимистичное утверждение. Тем не менее

посыл остался прежним. Совет профессора Сигела о распределении инвестиций сформулирован одинаково в обоих — до «пузыря» и после «пузыря» — изданиях: «Акции должны составлять преобладающую часть любого долгосрочного финансового портфеля»[19].

Акции до сих пор традиционно считаются объектом долгосрочных инвестиций. Даже на инвестиционном веб-сайте Motley Fool («Шут»), в их пенсионной программе на 2004 год, сказано: «*Глупцы отдают предпочтение акциям перед любыми другими инвестициями как объекту роста в долгосрочной перспективе*». (Приверженцы Motley Fool называют себя «глупцами» с гордостью.)

Мы увидели, что Уолл-стрит все еще рекомендует две трети всех свободных средств инвестировать в акции. К тому же в американской истории были самые высокие уровни стоимости акций. В шекспировском смысле у нас были слезы «медвежьего» рынка, но мы не отдалились от акций, что могло бы стать признаком конца инвестиционной эры.

Акции США до сих пор являются самыми любимыми инвестициями. Если же самые любимые инвестиции окажутся еще и самыми прибыльными, это будет первый такой факт в инвестиционной истории. Я заключаю, в ответ на вопрос Питера Бориша, что покупать акции — это действительно ехать на автомобиле, смотря только в зеркало заднего вида.

Я все еще рекомендую вкладывать существенную часть свободных средств в акции, но не потому, что ожидаю от них более высокой отдачи, чем от других инвестиций. Просто акции обеспечивают преимущества по налогообложению и пока еще не всеми признанные преимущества по уменьшению риска. Я поддерживаю рекомендации инвестировать значительные средства в акции; более того, я отношусь к этим ценным бумагам с большим оптимизмом, чем профессор Сигел или Уолл-стрит.

---

[19] Siegel J.J. Stocks for the Long Run, 3rd ed. — New York: *McGraw-Hill*, 2002. — P. 361.

НЕДВИЖИМОЕ ИМУЩЕСТВО

Живите в собственном доме; делайте деньги на работе

9

Можем ли мы по-прежнему много зарабатывать на своих домах?

В конце 1980-х годов мои друзья Питер и Джули заплатили больше миллиона долларов за квартиру на манхэттенском проспекте Сентрал-Парк-Уэст. Их прекрасные апартаменты площадью более 370 м² находятся в престижном здании с видом на Центральный парк.

Питер купил эту недвижимость, даже несмотря на свое отрицательное мнение по поводу перспектив экономики. Поэтому я спросил его: «Если ты считаешь, что у страны экономические проблемы, то не следует ли ожидать падения цен на недвижимость? Разве твой мрачный взгляд не означает, что ты на покупке этой квартиры потеряешь деньги?»

«Делайте деньги на работе, а живите в собственном доме», — вот что ответил мне Питер. Он объяснил, что надеется и впредь зарабатывать своей профессией и его не особенно интересует происходящее с ценами на недвижимость. Поскольку он собирается всегда жить в своей новой квартире, то подъемы и падения жилищных цен его не затрагивают.

Философия Питера — «не рассчитывайте зарабатывать на недвижимости» — кажется разумной по трем причинам.

Во-первых, цены на жилье то поднимаются, то падают. Для каждого покупателя дома должен быть свой продавец. Если продавцы не глупцы, то они будут продавать только по обоснованным ценам. Поскольку иногда цены на жилье резко возрастают, то правила «честной игры» требуют, чтобы эти цены иногда падали. Жилье — рискованная инвестиция, поэтому нельзя ожидать, что цены на недвижимость будут постоянно возрастать. Рано или поздно этот рынок станет «медвежьим». Такой прогноз следует как из рационального взгляда на рынки (гипотеза эффективных рынков), так и иррационального.

Во-вторых, на протяжении большей части истории цены на землю и дома действительно то поднимались, то падали. Самый очевидный пример банкротства на рынке недвижимости США — это «пыльная чаша» в 1930-х годах (так называют засушливые районы на западе страны). Однако чтобы упали цены на землю, вовсе не нужна Великая депрессия. Например, в Японии в 1992–2004 годах земля дешевела ежегодно и потеряла почти половину своей стоимости[1]. Такое значительное падение произошло, даже несмотря на то, что Япония остается одной из богатейших стран мира и не пережила ни одной экономической депрессии.

В-третьих, как следует из теории сравнительного преимущества — одной из самых важных экономических теорий, — большинство людей должны зарабатывать деньги, а не делать их на операциях с недвижимостью. Часто рассказывают историю, произошедшую с профессором Полом Самуэльсоном, лауреатом Нобелевской премии 1970 года в области экономики. Однажды физик попросил его назвать хотя бы одну истинную и нетривиальную экономическую идею. Профессор Сэмюэлсон без колебаний ответил: «Сравнительное преимущество». Что это за теория, и почему она оправдывает осторожное мнение Питера о ценах на недвижимость?

---

[1] Японский институт недвижимого имущества, Индекс цен на городскую землю (национальный), *www.reinet.or.jp*.

Термин *сравнительное преимущество*, впервые предложенный экономистом Давидом Рикардо в XIX веке, означает: мы (как страны, так и отдельные люди) больше всего заработаем, если сосредоточимся на том, что умеем делать лучше всего[2]. В своем знаменитом экономическом учебнике профессор Николас Грег Мэнкью (которого мы уже упоминали в нашей книге, и вскоре опять это сделаем) спрашивает, следует ли выдающемуся игроку в гольф Тайгеру Вудсу косить свой собственный газон[3]. Как утверждает теория сравнительного преимущества, Тайгеру Вудсу, даже обладай он *абсолютным преимуществом* (т. е. будь он лучше всех остальных) в косьбе газонов, все равно надо проводить свое время в гольф-клубе с клюшкой в руках, но никак не с газонокосилкой.

Мой излюбленный пример неспособности понять сравнительное преимущество я почерпнул из статьи 1979 года, написанной Джеймсом Фоллоузом о президенте Джимми Картере. Мистер Фоллоуз работал в Белом доме и иногда через секретаря президента Картера бронировал для себя время игры на частных теннисных кортах. По утверждению автора статьи, президент Картер лично составлял расписание игр на кортах Белого дома. Процедуру запроса теннисного времени Фоллоуз описывает так: «Я всегда оставлял интервалы, в которых он [президент] мог пометить «Да» или «Нет»; Картер принимал решение, подписывал его «Дж.» и отсылал мое заявление назад»[4]. (Правда, сам президент Картер отрицает всю эту историю.)

Из теории сравнительного преимущества, да и просто здравого смысла, следует, что президент Картер, даже если его

---

[2] Ricardo D. On the Principles of Political Economy and Taxation. — London: *John Murray*, 1817.

[3] Mankiw N.G. Principles of Economics, 2nd ed. — Fort Worth, TX: *Harcourt College Publishers*, 2001.

[4] Fallows J. The Passionless Presidency: The Trouble with Jimmy Carter's Administration // *The Atlantic Monthly*. — 1979. — May.

уникальное положение и позволяло ему составлять расписание игр на кортах, мог бы расходовать свое время эффективнее.

Какое отношение сравнительное преимущество имеет к ценам на недвижимость? Большинство людей не могут похвастать своей квалификацией в сфере недвижимости, однако каждый человек, как правило, профессионал в своей области, где и зарабатывает себе на жизнь. Где человек с большей вероятностью сделает деньги — в профессиональной сфере, которой занимается всю жизнь, или в деле, которому посвящает всего несколько часов в год?

Ответ столь же очевиден, как и то, что Тайгеру Вудсу не стоит самому косить свой газон, а Джимми Картеру — лично составлять расписание игр на теннисных кортах. Тем из нас, кто профессионально не занимаются недвижимостью, лучше зарабатывать в сфере, где мы эксперты, т. е. на нашей работе. Мы подошли к связи между загадочным высказыванием Питера и экономической теорией. Нам надо зарабатывать деньги там, где у нас есть сравнительное преимущество (на своей работе), а не там, где мы окажемся в положении сравнительных неофитов (в купле-продаже наших домов).

Интересно, а как Питер преуспел на своей работе и в инвестициях в недвижимость? Он получил результаты, прямо противоположные тем, которые следуют из теории сравнительного преимущества. Он добился значительных успехов на своей работе и еще больших — с покупкой квартиры. Его жилище резко выросло в цене, благодаря чему богатство Питера увеличилось на несколько миллионов долларов. Питер жил в собственном доме и там же заработал круглую сумму!

Из экономической теории и исторического опыта следует, что Питер был прав, стремясь жить в собственном доме, а деньги делать на своей непосредственной работе. Полученный же им фактический результат — Питер на недвижимости заработал даже больше, чем своей профессией — подобен тому, к которому приходят многие американцы.

На самом деле жители США уже приучены извлекать финансовую выгоду из рынка жилья. Если фондовый рынок почти полдесятилетия топтался на месте, то цены на недвижимость устойчиво росли. Стоимость недвижимого имущества достигла абсолютного максимума как в долларовом выражении, так и в виде процента от нашего совокупного богатства[5].

Можем ли мы продолжать жить в наших домах и при этом зарабатывать на них деньги? Иными словами, можем ли мы продолжать зарабатывать там, где у нас нет сравнительного преимущества? С другой стороны, возможна ли стабилизация или даже падение цен на жилье?

Гарвардский экономист против бесстрашной иммигрантки

После очередной, на этот раз 2005 года, версии кинофильма «Кинг-Конг» (в котором одну из главных ролей — но не гигантской обезьяны — сыграл Джек Блэк) я задался вопросом: сколько нам ждать следующей битвы супермонстров на большом экране? В 1962 году Кинг-Конг победил Годзиллу, которая, в свою очередь, уничтожила многих других чудовищ. Возможно, больше всего зрителей удивило поражение Годзиллы от гусениц, рожденных гигантской бабочкой Мотра (или Мозура в японском оригинале).

Подобная — хотя и неизвестная широкой публике — битва гигантов произошла на рынке недвижимости штата Массачусетс в конце 1980-х годов. Сражались между собой всемирно известный гарвардский профессор экономики Грег Мэнкью и Фатима Мело, португальская иммигрантка без высшего образования. В соревновании по предсказанию цен на жилье на кого бы вы поставили?

---

[5] Управление федерального надзора за жилищными предприятиями, Федеральная резервная система США; см. также рис. 7.1 данной книги.

В 1989 году профессор Мэнкью и Дэвид Вейл (в то время аспирант, а ныне тоже профессор) опубликовали статью, озаглавленную «Бэби-бум, бэби-крах и рынок жилья»[6]. В ней двое уважаемых ученых сделали вывод, что «к 2007 году цены на жилье упадут на 47%». И далее: «...в действительности цены на жилье вполне способны достичь минимального значения за последние 40 лет».

Ученый дуэт сделал свои прогнозы на основе избыточных эффектов предсказанного падения рынка недвижимости. Мэнкью и Вейл пишут: «Даже если цены на жилье упадут всего лишь на вдвое меньшую величину, чем следует из нашего уравнения, то и в таком случае это будет, вероятно, одно из крупнейших экономических событий ближайших двух десятилетий». По прогнозу двух профессионалов, существенно упавшие цены на жилье нанесут серьезный вред экономике.

Не очень далеко от Гарвардского университета наша молодая португальская иммигрантка Фатима мучалась сложным вопросом. Какой дом — маленький или более просторный — стоило покупать им с мужем? Их семья могла увеличиться, поэтому нужен был либо маленький дом для текущих потребностей, либо более просторный («с запасом») и, значит, более дорогой. Фатима уговаривала мужа, что им следует купить максимально просторное по их средствам жилище.

Она предположила, что цены на жилье вырастут (к ее счастью, она никогда не училась экономике). В таком случае, чем *большие* инвестиции сделать в недвижимость сегодня, тем на *большую* прибыль можно рассчитывать в будущем. По мнению Фатимы, стоило рискнуть, и ей удалось убедить в этом мужа. Молодая пара использовала на покупку дома все свои сбережения и максимальный кредит, который ей удалось

---

[6] Mankiw N.G., Weil D.N. The Baby Boom, the Baby Bust, and the Housing Market // *Regional Science and Urban Economic.* — 1989. — 19. — P. 235–258.

взять в банке. Они сыграли по-крупному в надежде, что рост рынка недвижимости принесет им деньги.

Так чей же прогноз цен на жилье оказался правильным — знатоков ученых книг с их сложными математическими уравнениями или прошедшей «уличные» университеты бесстрашной иммигрантки Фатимы, рискнувшей всем состоянием своей семьи? Ответ показан на рис. 9.1. Цены на жилье в США значительно выросли. Ценовой индекс рассчитан через повторные продажи одной и той же недвижимости. Это идеальный критерий, поскольку сравнивает яблоки с яблоками и точно отслеживает колебания цен на жилье.

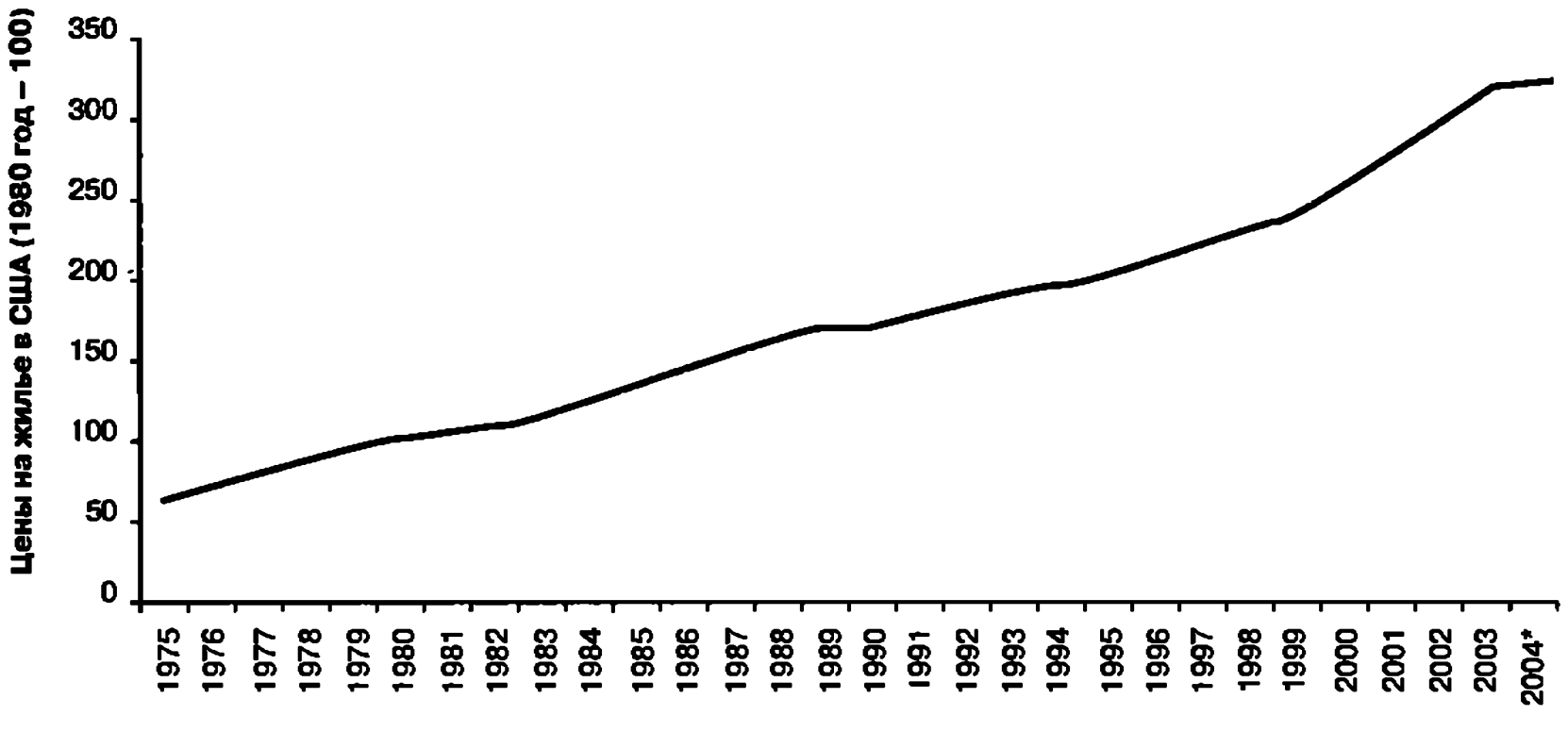


Рис. 9.1. Рост цен на жилье в США
. Управление федерального надзора за жилищными предприятиями

Два профессора, учтя инфляцию, спрогнозировали 47%-е падение цен на недвижимость. Но в реальности цены на жилье — даже с учетом инфляции — существенно выросли.

Профессора оказались правы с точностью до наоборот.

Более того, они спрогнозировали, что падение цен на недвижимость затормозит развитие экономики. И опять-таки произошло обратное: рост стоимости жилья способствовал

росту благосостояния нации и поддержал экономику в тот период, когда акции стояли на месте.

Жилищный бум в США достоин удивления. Цены на жилье значительно выросли не только с момента оглашения профессорами своих мрачных предсказаний — они непрерывно росли со Второй мировой войны. Мало того, в США они росли каждый год начиная, по меньшей мере, с 1975-го — т. е. не было ни одного годового спада за последние три десятилетия! Совершенно поразительный факт.

Как сложилась дальнейшая судьба наших дуэлянтов? Фатима благодаря своим инвестициям в недвижимость значительно разбогатела. Она вложила в свой первый дом 5 тыс. долл. сбережений и 90 тыс. долл., взятых в кредит. А продала этот дом за 358 тыс. долл. Получив прибыль, Фатима и ее муж купили втрое больший дом. Новый дом тоже значительно прибавил в цене, поэтому пара накопила более чем полумиллионный капитал в виде недвижимого имущества. Несмотря на свои скромные доходы («нам платят чепуху», по их словам), Фатима и ее муж разбогатели благодаря энергичным действиям на рынке недвижимости.

У профессора Мэнкью тоже все в полном порядке. Еще в молодом возрасте он стал штатным сотрудником экономического факультета в Гарварде. Написал несколько экономических учебников, продажа которых принесла ему миллионы долларов. На момент написания данной книги он занимал пост председателя Совета экономических консультантов при президенте Буше.

Не слишком ли высока стоимость вашего жилья?

Недвижимость в США росла в цене на протяжении более чем 50 лет. Продлится ли эта тенденция? На этот вопрос мы дадим ответ в трех частях. 1) Определим отношение цены к прибыли (коэффициент цена/прибыль) вашего жилья. 2) Оценим обоснованный коэффициент цена/прибыль для дома. 3) «Посолим по вкусу» (учтем динамику местного рынка).

Каков коэффициент цена/прибыль вашего дома?

Первый шаг — это определить «справедливую», т. е. есть обоснованную стоимость объекта недвижимости. Как и в случае с акциями и облигациями, абсолютно точно сделать это невозможно, однако нас устроит и достаточно близкая оценка. Справедливую стоимость рассчитываем с помощью отношения цены к прибыли (коэффициента цена/прибыль).

Для акции коэффициент цена/прибыль мы получаем, разделив цену одной акции на прибыль, приходящуюся тоже на одну акцию. Например, в главе, посвященной акциям, мы рассмотрели *Microsoft*. В июле 2004 года акция этой компании стоила 28 долл., а прогнозная прибыль на тот же год составляла 1,27 долл. на акцию. Значит, коэффициент цена/прибыль акций *Microsoft* равен 22.

Чтобы рассчитать коэффициент цена/прибыль для дома или другого объекта недвижимости, разделим цену этой недвижимости на приносимый ею доход. Для жилья, которое сдается в аренду, эти расчеты выполнить легко (главное, не забыть о налогах). Если же объект недвижимости занят собственником, то арендная плата отсутствует. В таком случае «прибыль» — это оценочная арендная плата, которую можно получить, если сдать объект недвижимости арендаторам.

Например, я живу со своей женой и нашим новорожденным малышом в многоквартирном доме возле Гарвардского университета и Гарвардской площади. Поскольку детская кроватка, коляска и игрушки занимают много места в нашей квартире, нам с женой стало очевидно, что придется переезжать. Поэтому я приблизительно оценил стоимость нашего жилья. Рыночная цена такой квартиры составляет около 650 тыс. долл.

Но рыночная цена не остается постоянной, а когда именно мы будем продавать нашу квартиру, я еще не знаю. Поэтому надо узнать ее стоимость, а не только текущую рыночную цену. Для этого мы должны знать текущую арендную плату за такое жилье. Хотя мы ни от кого не получаем арендную плату,

я подставлю эту величину как «прибыль» в формулу для расчета коэффициента цена/прибыль.

В настоящее время такое жилье, как наше, можно сдать квартирантам за 2,8 тыс. долл. в месяц. При расчете коэффициента надо учесть все затраты, в том числе налоги. После вычета всех наших затрат мы могли бы, сдавая квартиру в аренду, получать «на руки» около 2 тыс. долл. в месяц. А в год — 24 тыс. долл. Значит, коэффициент цена/прибыль для нашей квартиры равен отношению цены (650 тыс. долл.) к прибыли (24 тыс. долл.), т. е. 27.

Каков обоснованный коэффициент цена/прибыль для дома?

Один из способов ответить на этот вопрос — сравнить коэффициенты цена/прибыль для дома, акций и облигаций. Такое сравнение проводится в таблице 9.1; там же показаны некоторые ключевые характеристики различных инвестиций.

Таблица 9.1

Ключевые инвестиционные характеристики акций, *облигаций и недвижимого* имущества

Характеристика	***Акции S&P 500***	***10-летние казначейские облигации***	***Недвижимость Ваш дом***
Инвестиция рискованная или надежная?	Рискованная	Надежная	Рискованная
Потенциал прибыли	$$	$	$$$
Налогообложение	Либеральное	Нейтральное	Очень либеральное
Защищена ли от инфляции?	Да	Нет	Да
Цена/прибыль	18	23	?

Фондовый рынок США, измеренный индексом S&P 500, имеет коэффициент цена/прибыль около 18; мы рассчитали

его по оценкам прибыли за 2004 год (61,5 долл.) и текущему (июль 2004 года) значению индекса S&P 500 (1101)[7]. Текущая процентная ставка 10-летней казначейской облигации — 4,4%. Это дает коэффициент цена/прибыль 23.

Как выглядит дом в сравнении с этими двумя основными альтернативами? В таблице 9.1 приведены четыре важные инвестиционные характеристики и сравнительная привлекательность акций, облигаций и недвижимого имущества. При сравнении двух инвестиций, чем благоприятнее характеристики одной, тем большую обоснованную стоимость она имеет и тем выше ее коэффициент цена/прибыль. Например, если две инвестиции идентичны за исключением характеристики налогообложения, то инвестиция с более либеральным налогообложением (т. е. если она облагается налогами по меньшей ставке) заслуживает более высокого коэффициента цена/прибыль.

Характеристика № 1. Риск

Инвестор в американские казначейские облигации уверен в том, что получит свои начальные вложения обратно. Держатели акций и владельцы недвижимости рискуют потерять свои инвестиции.

Характеристика № 2. Потенциал прибыли

Инвестор в американские казначейские облигации заработает немного (особенно если упадет процентная ставка). Инвестор же фондового рынка или покупатель жилья может заработать довольно много. Первый взнос при покупке недвижимости очень скромный, однако строения со временем существенно растут в цене — потенциал получения прибыли на операциях с недвижимостью максимальный среди других инвестиций.

---

[7] Данные *Goldman, Sachs & Co.*

Например, Фатима инвестировала в недвижимость 5 тыс. долл., а всего через несколько лет эти деньги превратились в более чем 250 тыс. долл. Инвестору, в 1927 году купившему акции промышленного индекса Доу Джонса, пришлось бы ждать такого же 50-кратного роста вплоть до 2004 года и все это время не продавать акции[8]. Значит, вложив средства в недвижимость всего на несколько лет, инвестор способен заработать столько же, сколько принесут ему акции за всю его жизнь.

Характеристика № 3. Налогообложение

Налоги на доходы от акций меньше, чем на доходы от облигаций. Как дивиденды, так и долгосрочный прирост капитала облагаются налогами по меньшей ставке, чем проценты по облигациям. А самое либеральное налогообложение применяется к сделкам с недвижимостью. Льготы существуют в широких пределах, в том числе освобождаются от налогообложения платежи по жилищному кредиту и больш*ая* часть прибыли от продажи недвижимости.

Характеристика № 4. Защита от инфляции

Обычные американские казначейские облигации от инфляции не защищены (хотя определенные виды имеют такую защиту). В отличие от них, акциям и жилью инфляция не страшна.

Какие выводы мы сделаем, сравнив инвестиции в недвижимость с акциями и облигациями? Жилье имеет много общих характеристик с акциями, однако последние уступают недвижимости по потенциалу прибыли и льготам по налогообложению. И хотя для недвижимости больший потенциал прибыли должен сопровождаться повышенным риском, в последние десятилетия этого не наблюдалось.

---

[8] Dow Jones, *www.djindexes.com*.

Так каков же правильный коэффициент цена/прибыль для жилья? Исходя из характеристик риска, прибыли, налогообложения и защиты от инфляции, инвестиции в жилье выглядят так же, как и акции, или даже привлекательнее. К тому же ограниченность земельных площадей позволяет продавцам запрашивать более высокую цену. На основе этого анализа приходим к выводу, что обоснованный коэффициент цена/прибыль для недвижимости — в пределах 30. Категории этого коэффициента приведены в таблице 9.2.

Таблица 9.2

Не слишком ли высока стоимость вашего жилья?

Коэффициент цена/прибыль для недвижимости	*Категория стоимости недаижимости*
Более 30	Дорогая
20-30	Повышенная цена
10-20	Нормальная цена
Менее 10	Дешевая

«Посолить по вкусу»

Как все мы знаем еще со школы, три важнейшие вещи на рынке недвижимости — это местоположение, местоположение, местоположение. Если для акций *IBM* существует единственный рынок, то недвижимым имуществом торгуют на огромном множестве разных рынков. Только что мы сделали несколько общих заключений о «честной стоимости» дома, однако теперь следует подкорректировать эти категории цена/прибыль с учетом местных условий.

Обычно недвижимость анализируют по городам и регионам. Например, если в Фениксе цены на жилье выросли на 15%,

то в Буффало могут даже упасть. В действительности «местоположение» гораздо более узкое понятие, чем город в целом.

Один мой друг, проживающий в Шарлотте (штат Северная Каролина), за последние несколько десятилетий узнал о важности местоположения (и времени совершения сделки с недвижимостью) на собственном опыте. Свою историю Джон рассказал мне по электронной почте. Привожу здесь его сообщение, озаглавленное «Финансовые разочарования».

В 1985 году, еще будучи холостяком, я за 60 тыс. долл. купил жилье в многоквартирном доме всего в двух кварталах от моего офиса. Из дому мне было удобно добираться до работы в деловой части Шарлотты. В течение предыдущих лет эта собственность теряла в стоимости, тогда как дома, расположенные за две мили от меня, все время дорожали. В 1992 году я женился, а в 1993-м продал свою квартиру за 84 тыс. долл. и купил отдельный дом за 180 тыс. Через семь лет, уже обзаведясь двумя детьми, я продал и этот дом, немного потеряв в деньгах, даже несмотря на отличный ремонт. Наконец, я купил мой нынешний дом за 360 тыс. долл. как раз во время замедления экономического роста (июнь 2001 года). А моя самая первая квартира в многоэтажном доме сейчас стоит более 200 тыс. долл.!

Джон владел недвижимым имуществом с 1985 года на бурно развивающемся рынке. Тем не менее, он по семейным обстоятельствам почти магическим образом упустил возможность заработать деньги на сделках с недвижимостью; время и характер его сделок не совпали с жилищными микротенденциями в его регионе. Поэтому понятие местоположения относительно рынка недвижимости нужно рассматривать гораздо *уже*, чем в масштабах города или региона. Например, в моем

многоквартирном доме жилье на разных этажах и на разных сторонах здания менялось в цене по-разному.

Следовательно, определяя диапазон стоимости, мы должны учитывать местные условия. Подобно тому, как превышающий среднее значение коэффициент цена/прибыль обоснован для акций сверхбыстро растущей компании, так и недвижимое имущество с особенно привлекательным местоположением оправданно имеет высокую стоимость.

Существует ли сейчас жилищный «пузырь»?

Взгляд на полки книжного магазина внушает нам серьезные опасения по поводу цен на жилье. Такие названия, как «Грядущий крах на рынке жилья» и «Как выиграть от грядущего краха на рынке недвижимости», заставляют учащенно забиться сердце любого домовладельца. Может быть, мы живем во время жилищного «пузыря», и если так, то лопнет ли он?

Чтобы ответить на эти вопросы, рассмотрим несколько важных подсказок.

Подсказка № 1. Цены на жилье росли намного быстрее, чем арендная плата

Не существует общенационального жилищного коэффициента цена/прибыль. Хотя мы не знаем его абсолютного значения, нам известно, что с 1982 года он вырос на 43%. На рисунке 9.2 показан график отношения скорости роста цен на недвижимость к скорости роста арендной платы.

С 1982 года цены на жилье выросли на 43% больше, чем арендная плата. Мы с женой имеем подобный опыт с нашей недвижимостью. Рыночная цена нашей квартиры в многоэтажном доме за последние пять лет почти удвоилась. А арендная плата в нашем доме за тот же период выросла всего лишь на 20%.

Значит, цены на жилье росли быстрее, чем арендная плата. Следует ли из этого, что сегодня они слишком высокие? Нет. Возможно, в 1982 году эти цены были слишком низкие.

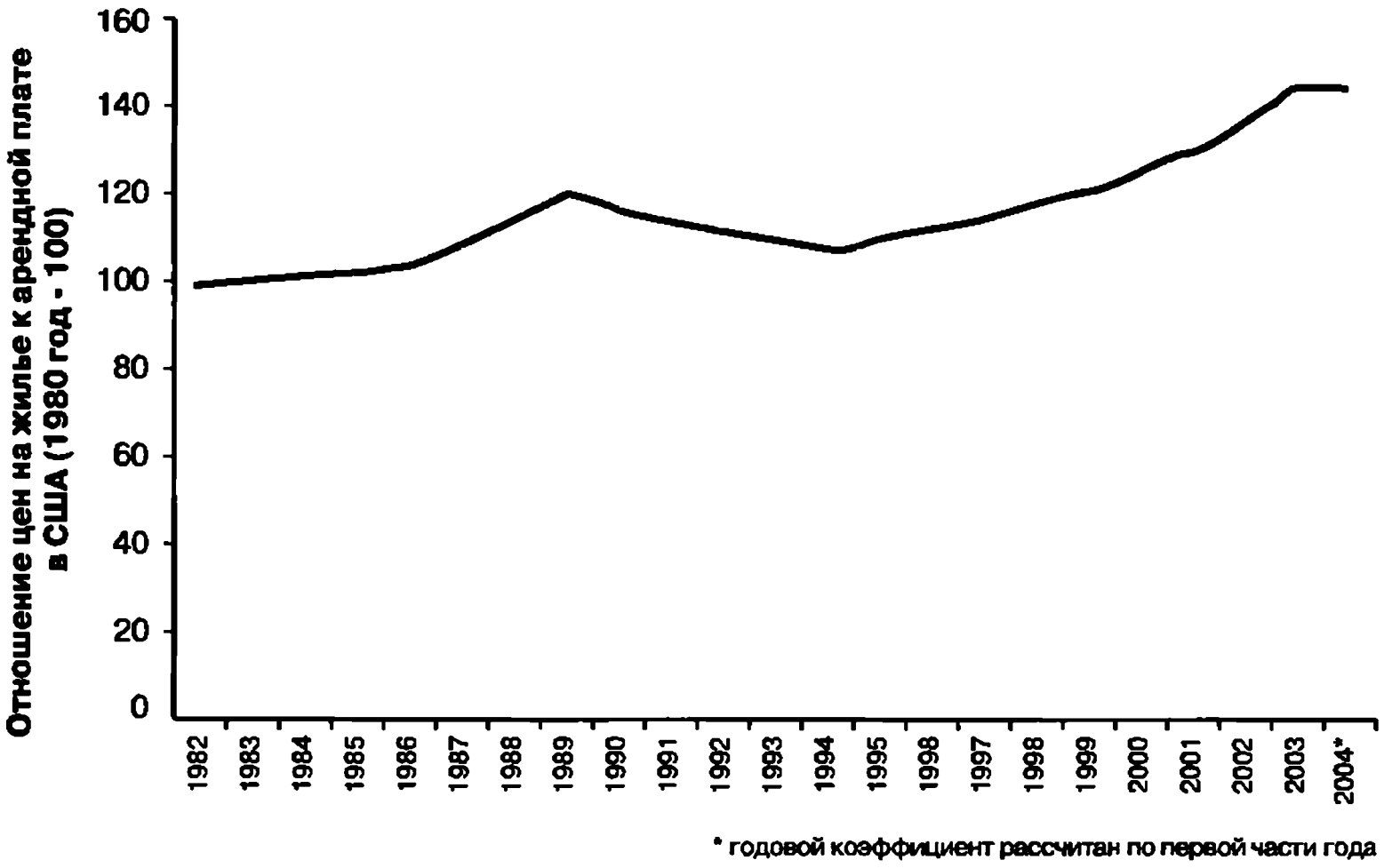


Рис. 9.2. Цены на недвижимость в США росли быстрее, чем арендная плата
. Управление федерального надзора за жилищными предприятиями, Бюро трудовой статистики

Ясно одно: с точки зрения получения арендной платы недвижимость сегодня менее привлекательна, чем когда-либо прежде за последние несколько десятилетий.

Подсказка № 2. Предложение жилья росло быстрее, чем спрос на жилье

Экономисты — во многом странные люди. Мало того, что слова «спрос» и «предложение» они используют гораздо чаще, чем обычные смертные; они еще очень много времени проводят в размышлениях об эластичности. Как я понял еще в колледже, абстрактная концепция эластичности порой определяет границу между богатством и нищетой.

Если дом уже построен, его не так-то легко превратить во что-нибудь другое. Поэтому предложение недвижимого имущества относительно *неэластично*. Это означает, что предложение жилья меняется медленно. С другой стороны, что-нибудь эластичное реагирует на изменения быстро.

А что мы скажем о спросе на жилье? Если исключить какие-либо трагические события, количество людей, нуждающихся в жилье, также не будет меняться быстро. Значит, спрос на жилье тоже неэластичен? Нет. Спрос на жилье колеблется гораздо быстрее, чем количество населения.

В трудные времена люди удивительно гибки в своих жилищных предпочтениях. Например, недавний выпускник колледжа, получивший хорошую работу, тут же захочет жить отдельно от родителей. Но если он вдруг станет безработным, то его терпимость к родителям значительно возрастет. Следовательно, в хорошие времена спрос на жилье растет намного быстрее, чем численность населения, а в трудные люди находят способы сэкономить на жилищных расходах.

Итак, рынок жилья характеризуется неэластичным предложением и относительно эластичным спросом. И что из того? Рынки подобного рода имеют интересную особенность: на них цена порой меняется очень быстро.

Я усвоил этот урок, когда учился в колледже Мичиганского университета. Дуг, уже знакомый вам по главе 8 миллионер и любитель серфинга, в студенческие годы каждую субботу неплохо зарабатывал мелкой спекуляцией билетами на американский футбол. Мой друг Скотт и я тоже решили получить немного легких денег. Мы избрали следующую стратегию: в субботу утром отправиться в общежития, расположенные дальше всего от стадиона, найти там студентов, которые после традиционной пятничной студенческой пирушки еще плохо соображают, и купить у них билеты по одному доллару. Затем помчаться на велосипедах к стадиону и там продать эти билеты дороже. Разницу — в карман.

Мы провернули эту операцию одним погожим субботним утром и действительно всего за несколько часов заработали около 100 долл. Помню наших первых покупателей. Какая-то пара шла от автомобиля BMW. Я подошел к мужчине и спросил, не нужны ли ему билеты. «Сколько?» — спросил он.

Скотт сказал, что «по номиналу», т. е. 12 долл. Мужчина сразу же согласился, и мы получили 22 долл. прибыли!

В следующую субботу мы со Скоттом с утра пораньше начали активно скупать билеты у страдающих похмельем студентов. Окрыленные предыдущим успехом, мы приобрели 60 билетов по одному доллару. Однако, подъехав на велосипедах к стадиону, обнаружили, что не мы одни такие умные: разные люди продавали билеты целыми пачками. Сегодня на барыши рассчитывать не стоит. поняли мы, и начали сбывать билеты как можно быстрее. С самого начала по низкой цене, которая затем вообще обвалилась. Например, какой-то покупатель пожелал шесть билетов. Я предложил их по 25 центов каждый. Тут же подскочил конкурирующий спекулянт и предложил все шесть за один доллар. В общем. мы со Скоттом потеряли почти все наши инвестиции.

Что произошло? Мы усвоили урок: как и жилье, футбольные игры тоже характеризуются неэластичным предложением и эластичным спросом. Хотя оба матча, на которых мы работали, проводились против одинаково сильных и интересных соперников. на вторую субботу синоптики пообещали дождь. Предложение билетов оба раза было одинаковым — немного больше 100 тысяч мест (недаром же стадион Мичиганского университета называют «большим домом»), — однако во вторую неделю спрос был меньше, чем в первую.

На рынках с неэластичным предложением и эластичным спросом цены способны меняться очень быстро. По мере приближения часа игры появляется больше либо продавцов, либо покупателей. Относительно небольшого изменения спроса достаточно, чтобы большое количество покупателей резко уменьшилось и превратилось в очень малое количество. В нашем со Скоттом случае дорогие билеты внезапно превратились в почти бесплатные. Мы буквально выбросили несколько десятков билетов.

Рынок жилья имеет неэластичное предложение и относительно эластичный спрос. Правда, на этом рынке нет футбольного

эквивалента открывающего матч удара по мячу, после которого предложение становится бессмысленным, поэтому колебания арендной платы не столь экстремальны. С другой стороны, рынок недвижимости подвержен относительно большим колебаниям арендной платы при относительно небольших колебаниях спроса.

Важно отметить, что предложение на американском рынке жилья росло намного быстрее, чем численность населения. На рисунке 9.3 показан относительный рост между переписями населения 1970 года и 2000-го.

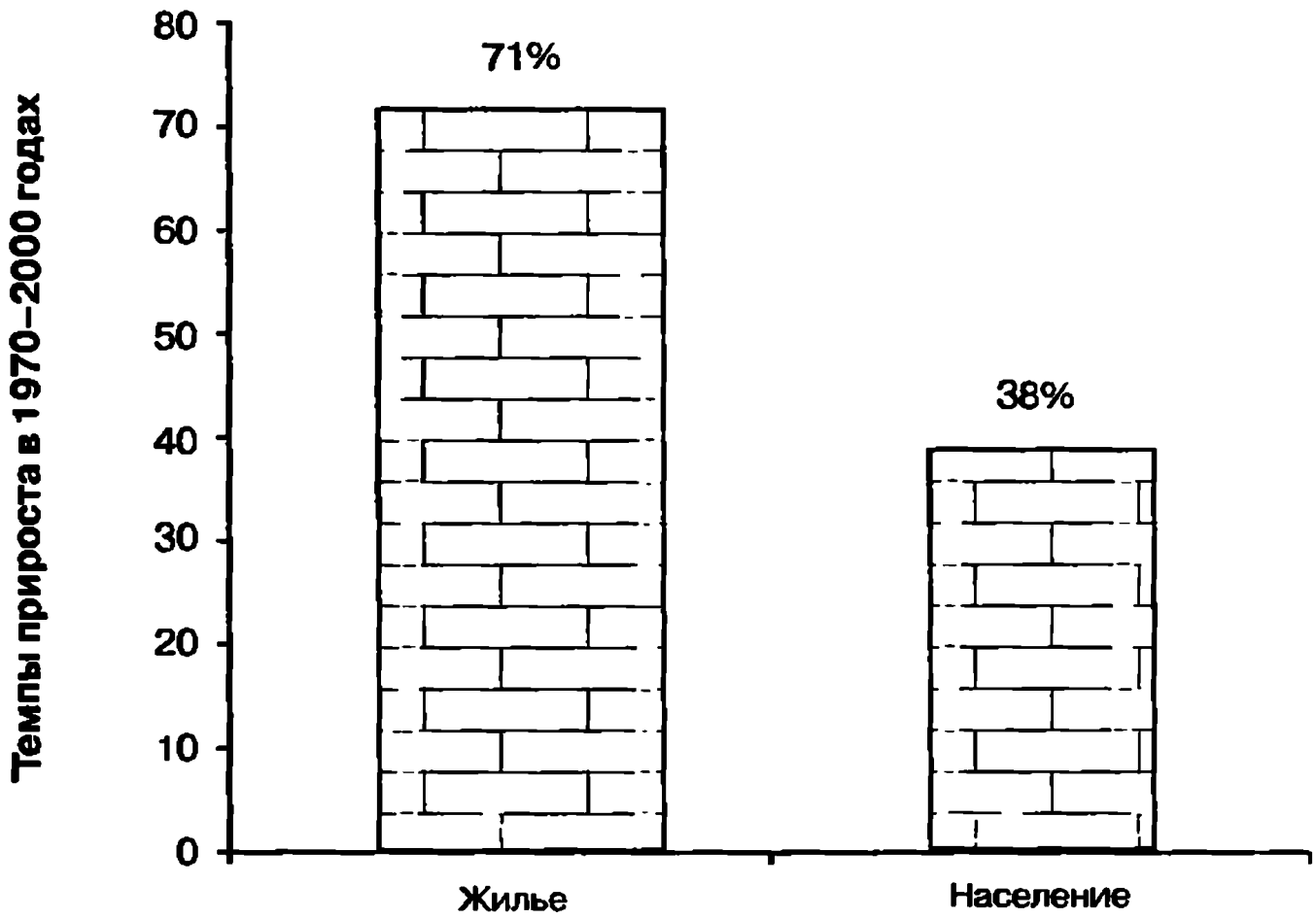


Рис. 9.3. Предложение на американском рынке жилья росло быстрее, чем численность населения

. Бюро переписей США

На протяжении последних трех десятилетий рост количества жилищных объектов в США обгонял рост численности населения. Как мы уже сказали, это не означает, что произошли какие-то катастрофические события. Просто за указанный период США заметно разбогатели. Поскольку мы стали богаче, вполне разумно ожидать, что нам нужно больше жилья. Тем не менее, тот факт, что предложение выросло намного больше,

чем численность населения, дает нам подсказку: если наступят трудные времена, падение спроса на жилье способно существенно повлиять на цены.

Подсказка № 3. Растет количество пустующего жилья

Следующую подсказку нам дает рисунок 9.4, на котором показан рост количества пустующего жилья в США.

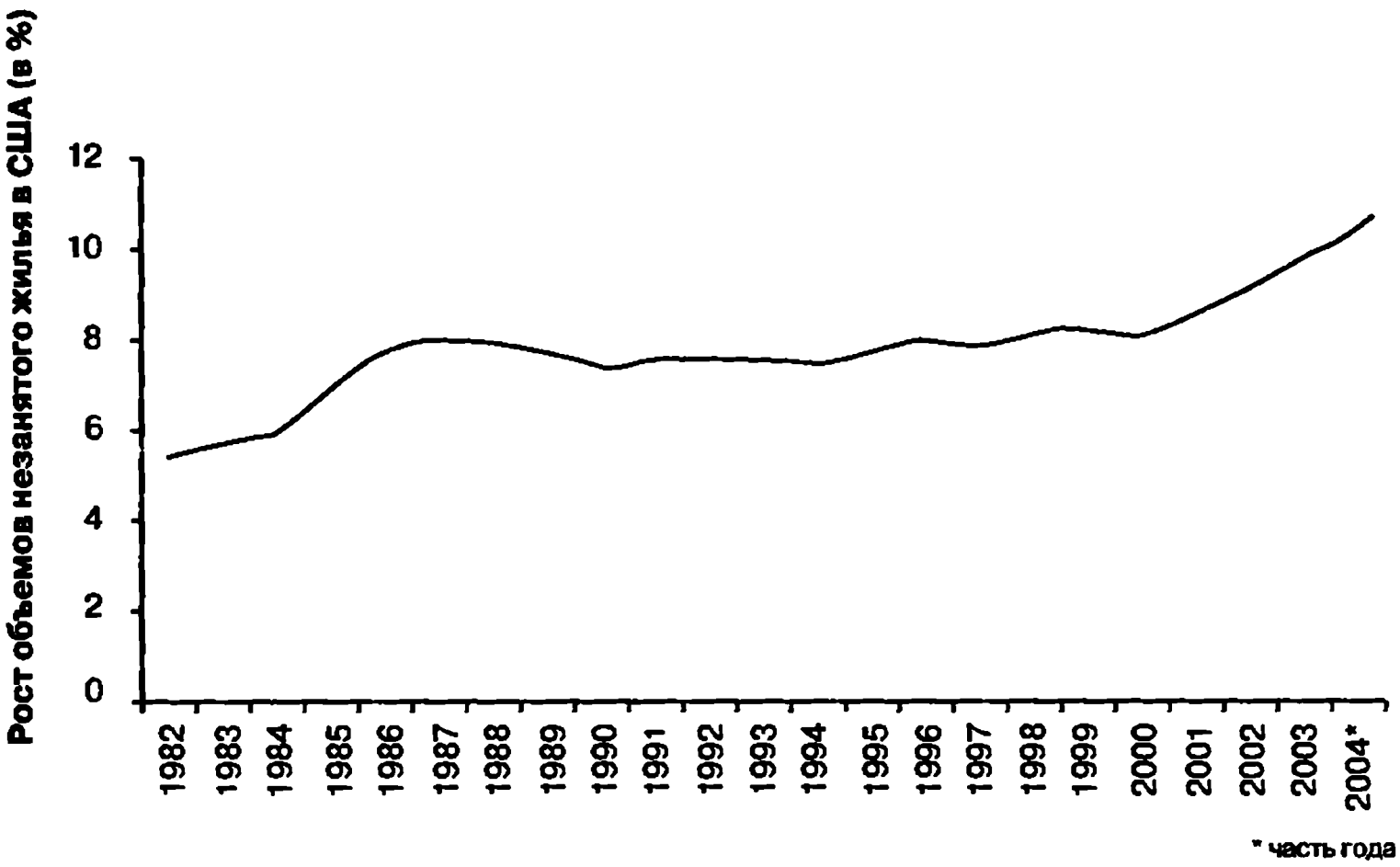


Рис. 9.4. Количество пустующего жилья в США растет

. Бюро переписей США

Сейчас количество пустующего жилья в США достигло максимальной отметки за все время сбора статистических данных. Это хорошая новость для потенциальных арендаторов, получивших большую власть на переговорах с хозяевами сдаваемой внаем недвижимости. С другой стороны, это однозначно плохая новость для хозяев. А также для владельцев жилья, которые не сдают его арендаторам. Потенциальные покупатели жилья постоянно взвешивают, что им выгоднее — купить собственное или снять, поэтому цены на любую недвижимость зависят от рынка наемного жилья.

Подсказка № 4. Истеричное поведение в некоторых регионах

На иррациональных рынках психология играет по меньшей мере такую же важную роль, как экономика. На рынке недвижимости заметны как минимум два признака истерии, не отвечающей статистике. Во-первых, на многих рынках люди истерично скупают недвижимость, а такое покупательское поведение характерно для рыночных «пузырей». Во-вторых, в обществе широко распространено мнение, что цены на недвижимость не могут упасть.

Мои друзья Том и Флорентин только что купили дом в пригороде Бостона. Расскажу эту историю. Однажды вечером я случайно встретил Тома и спросил, как у него дела. Он ответил: «Я совершенно измотан. Сегодня пришлось встать в пять утра, у меня была однодневная командировка. А сейчас извини, спешу — иду договариваться о покупке нового дома». Почему так срочно? Неужели нельзя сейчас отправиться домой, отдохнуть, а новым жильем заняться завтра? Ответом было «нет».

В июле 2004 года бостонский рынок недвижимости все еще был охвачен истерией. В случае Тома заинтересовавший его дом выставили на продажу в субботу, и чтобы обойти других покупателей, мой друг должен был подать заявку на покупку не позднее вторника. Как только на рынке появлялся привлекательный объект недвижимости, на него сразу же находилось множество потенциальных покупателей, конкурирующих между собой. Поэтому продавец обычно получал больше денег, чем рассчитывал.

Например, в многоквартирном доме, расположенном по соседству с нашим, покупатель сразу предложил продавцу больше, чем тот запросил, и квартира сменила собственника буквально через несколько часов после того, как ее выставили на продажу! Каким-то образом покупатели узнали об этом «горячем» объекте и быстро сделали хозяйке предложение, от которого она не смогла отказаться.

Такое поведение иначе как безумным не назовешь. Покупатели вынуждены принимать очень важные решения, имея совсем немного времени на размышления. К счастью, эта «мания недвижимости» еще не охватила всю страну, поскольку на многих рынках наблюдается меньшая активность. Тем не менее хватает мест, где покупательская истерия в самом разгаре. Такое поведение характерно для рыночного «пузыря».

Вторым признаком мании служит вера в то, что цены на недвижимость не могут упасть. Даже когда люди предполагают наступление трудных времен на этом рынке, они под «трудными временами» понимают всего лишь временную остановку роста цен. Всем кажется невозможным, чтобы цены на недвижимость начали падать. В главе 3 мы познакомились с правлением моего многоквартирного дома, которое считало очередную покупку недвижимости «гарантированно беспроигрышным делом».

Такую веру в цены на жилье разделяют и профессиональные аналитики. Экономист доктор Джон Крайнер работает на Федеральную резервную систему США. Он написал замечательную статью, озаглавленную «Пузыри цен на недвижимость»[9], в которой сделал следующий вывод: «Исходя из того, что падение номинальных цен на жилье — явление необычное, я прогнозирую их фиксацию на текущем уровне». И хотя доктор Крайнер далее проанализировал гипотетическую возможность падения ценна жилье, сам факт, что он начал с предположения о невозможности этого, достаточно красноречив. Когда рынки находятся на своих иррациональных пиках, люди считают спад невозможным.

На рынке недвижимости мы наблюдаем истерию и манию, что говорит о чрезмерно завышенных по психологическим причинам ценах на жилье.

---

[9] Krainer J. House Price Bubbles // *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter.* – 2003. – 2003-2006.

Существует ли сейчас жилищный «пузырь»?

Нет.

Я не верю в «пузырь» жилищных цен в США. Однако существует серьезный риск для этих цен, и они могут существенно упасть.

Но если возможно такое значительное падение, то почему я исключаю существование «пузыря»? Дело в следующем: при реальном «пузыре» цены настолько выходят за разумные рамки, что они просто не могут не упасть. Во времена тюльпановой мании, например, целый дом продавали за одну луковицу тюльпана[10]. Поскольку, имея немного солнечного света и воды, несложно производить луковицы тюльпанов в огромных количествах, то долго такая ситуация, когда дом покупают за одну луковицу, продержаться не могла.

Подобным же образом в конце 1990-х годов технологические акции в США поднялись до невообразимых высот. Коэффициент цена/прибыль для акций *Cisco*, например, превысил 100 — число, которое невозможно объяснить рационально. Несмотря на то что иррациональность способна продержаться длительное время, акции *Cisco* в конце концов просто обязаны были упасть. В те годы я заявил: «Если цена этих акций не уменьшится, я порву свой гарвардский диплом доктора по экономике бизнеса, потому что высокая длительная цена акций опровергает все, что я учил». (С моим мнением согласились многие люди.)

Значит, «пузырь» — это такая степень иррационального ценообразования, когда возможен только один конечный результат. Относительно цен на жилье в США скажем: эти цены не могут бесконечно долго расти быстрее, чем арендная плата, а долгосрочный рост рынка недвижимости не может превышать рост населения. Значит, время бума на этом рынке должно закончиться. Однако стоимость жилья, пусть и завышенная,

---

[10] MacKay C. Memoirs of Extraordinary Popular Delusions. — London: *R. Bentley*, 1841.

еще не позволяет говорить о возникновении «пузыря». Поэтому падения цен на жилье, возможно, удастся избежать.

Жилье в США дорогое, но все же не настолько, чтобы спровоцировать коллапс рынка недвижимости. Однако в дополнение к уже рассмотренным нами ограниченным во времени тенденциям и «бычьей» психологии существует еще несколько рисков для жилищного рынка.

Риск №1. Рост процентных ставок

В июне 2003 года ставка по 10-летним казначейским облигациям составляла 3,11%. Годом позже, в июне 2004-го, она выросла до 4,82%. Этот ошеломляющий рост, более чем на 50% в течение всего одного года, показывает нам, насколько быстро могут взлететь процентные ставки. Возникают сложные вопросы: каков верхний предел? И как это отразится на ценах на жилье?

Итак, до какого уровня вырастут процентные ставки? Рассматривая облигации, мы изучили два ключевых факта, которые стоит сейчас повторить. Во-первых, в сравнении с последними 20 годами процентные ставки чрезвычайно низкие. Во-вторых, это особенно заметно, если рассматривать процентные ставки с поправкой на инфляцию. На рисунке 9.5 показана фактическая — с учетом инфляции — процентная ставка 10-летних казначейских облигаций. Ее получают, вычитая процент инфляции из номинальной процентной ставки.

Если только экономический мир не перевернулся с ног на голову, фактические процентные ставки продолжат расти. Это произойдет либо через уменьшение инфляции, либо через собственно рост процентных ставок. Допустим, нынешний уровень инфляции не снизится; в таком случае, насколько вырастут процентные ставки? За предыдущие десять лет фактическая процентная ставка (т. е. за вычетом процента инфляции) в среднем равнялась 3,3%. Сейчас мы наблюдаем небольшой рост инфляции потребительских цен. Годовой рост

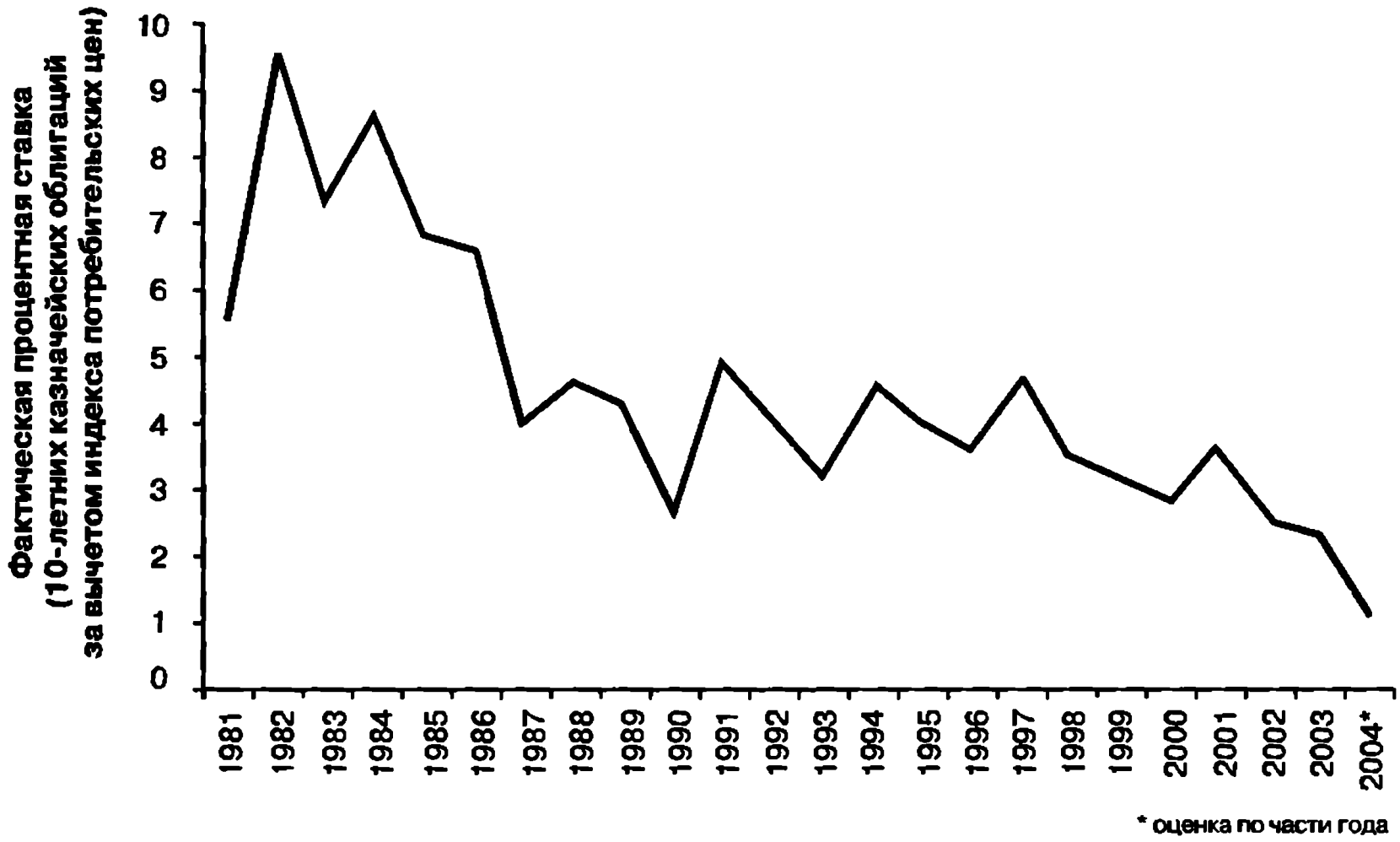


Рис. 9.5. Фактические процентные ставки чрезвычайно низкие
. Федеральная резервная система США, Бюро трудовой статистики

в 2004-м составил 3.3%. При другом методе оценки инфляции, когда рассматривают изменение цен год за годом, приходим к несколько меньшей цифре — 3,1%.

Таким образом, если фактическая процентная ставка вернется к среднему уровню за предыдущее десятилетие, то процентная ставка 10-летней казначейской облигации вырастет с 4,8% примерно до 6,4–6,6%.

Значит, ставка по 10-летней казначейской облигации легко может превысить 6%. На самом деле при этом процентные ставки просто восстановятся до нормального уровня. 3,11% в июне 2003 года — это иррационально низкая ставка, а последующий рост — это возврат к уровню, который обеспечивает более приемлемую компенсацию инфляции.

Как 6%-й рост ставок отразится на стоимости жилья? Дать однозначный ответ сложно, поскольку он зависит от очень многих факторов. Однако мы выполним простую приблизительную оценку, приняв, что покупатели жилья будут погашать ипотечный кредит фиксированной частью своей заработной

платы. Например, покупатель, которому сегодня по силам ежемесячно вносить 1000 долл. в счет погашения жилищного кредита, сможет это делать и тогда, когда процентные ставки вырастут. Сначала рассмотрим влияние процентных ставок при этом предположении, а затем подправим наш ответ.

Проанализируем жилищный кредит на 30 лет, который заемщик способен ежемесячно погашать фиксированной суммой в размере 1 тыс. долл. При низких ипотечных ставках 2003 года наш гипотетический покупатель жилья мог бы взять кредит в размере 179 тыс. долл. При ставке 2004 года эта цифра падает до 162 тыс. долл., а если фактические ставки вернутся к «нормальным», то наш покупатель позволит себе взять жилищный кредит только на 143 тыс. долл. (рис. 9.6). Значит, для покупателя, способного ежемесячно выплачивать только определенную фиксированную сумму в счет погашения ипотечного кредита, возврат исторических фактических процентных ставок будет означать понижение доступной цены жилья на 20%.

Более «нормальная» фактическая процентная ставка уменьшит цены на недвижимость на величину, достигающую 20%. Конечно, это падение в действительности может оказаться значительно меньшим, поскольку продавцы не любят снижать цены даже на вялых рынках, а покупатели готовы ради жилья затянуть пояса. С другой стороны, процентные ставки способны от иррационально низких значений 2003 года подскочить до значения, существенно превышающего 6%.

Напрашиваются два очевидных вывода: 1) исторические процентные ставки малы с любой точки зрения, поэтому их рост вполне вероятен, и 2) их рост будет способствовать падению цен на жилье.

Как гласит поговорка, жалящую змею обычно не видишь. Почти все осознают, с каким риском для цен на недвижимость связан рост процентных ставок. Поскольку все видят эту опасную «змею», маловероятно, что она (т. е. растущие процентные

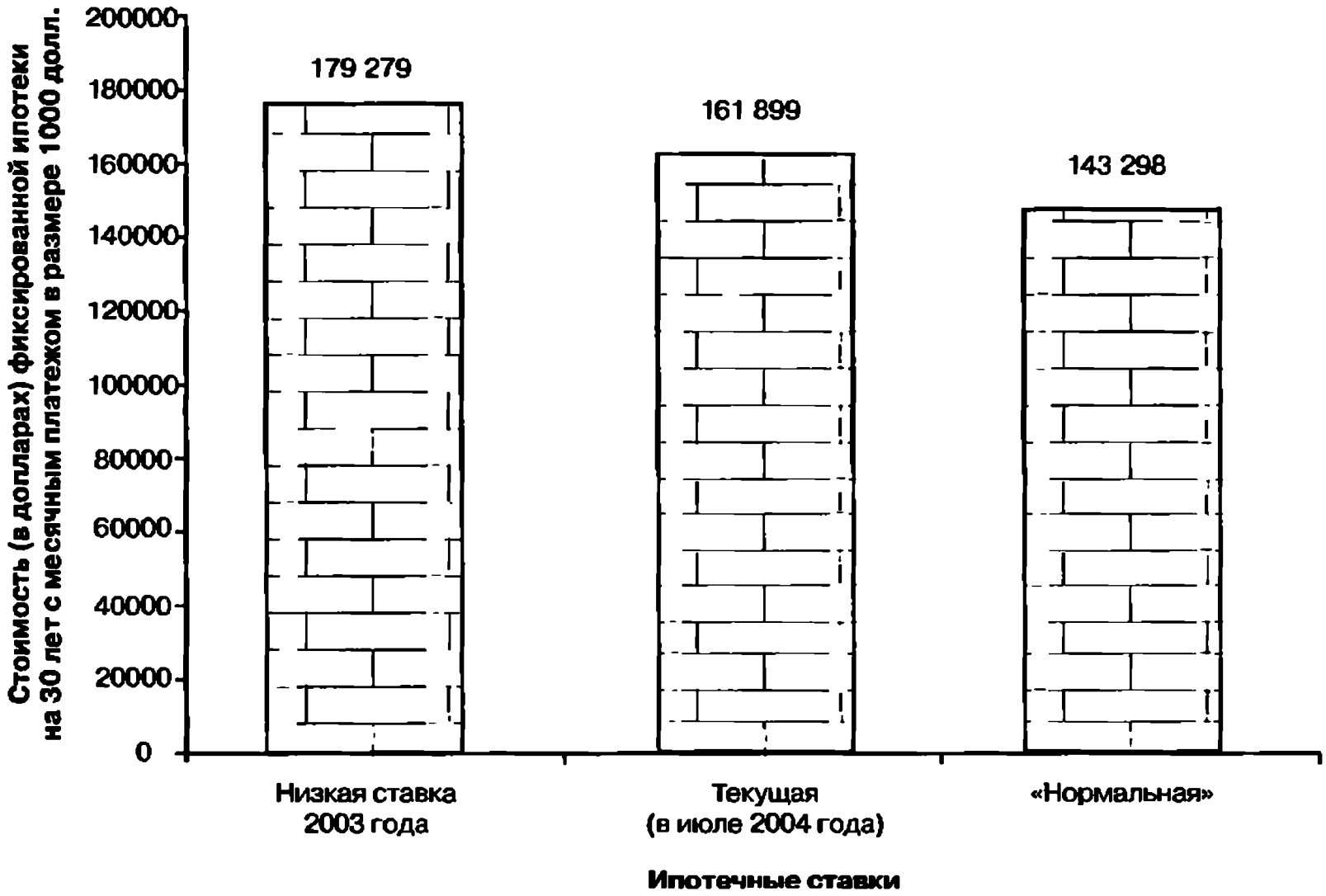


Рис. 9.6. Растущие процентные ставки способны нанести удар по ценам на жилье

. Федеральная резервная система США

ставки) опрокинет жилищный рынок. Скорее, стоит ждать удара со стороны других, менее обсуждаемых рисков.

Риск № 2. Леверидж

В английском языке этот экономический термин буквально означает «использование рычага». Впервые о рычаге я узнал на школьном уроке физики. Наш учитель выбрал среди нас двоих парней — самого рослого крепкого футболиста и хилого «ботаника». Они должны были с разных сторон толкать полуоткрытую дверь: футболист стремился закрыть ее, а задачей «ботаника» было открыть дверь еще больше.

Хитрость учителя заключалась в том, что футболист толкал дверь возле петель, а «ботаник» — возле ручки. На глазах у всего класса второй с легкостью победил накачанного соперника! И все благодаря принципу рычага: поскольку точка приложения силы «ботаника» находилась на большем

расстоянии от оси поворота, чем точка приложения силы футболиста, первый соперник получил огромное преимущество.

Жилье всегда было путем к богатству по двум причинам. Во-первых, цены на недвижимость в США постоянно росли начиная со Второй мировой войны. Во-вторых, поскольку купить жилье можно с помощью относительно небольшого начального платежа, покупатели получают мощный «рычаг».

Вспомним, как покупала дом Фатима Мело (мы рассматривали ее историю выше). Молодая пара приобрела дом за 95 тыс. долл., а продала его за 358 тыс. долл. Итак, их дом вырос в стоимости на 227%. Сколько же они заработали на этой операции с недвижимостью? Вложили пять тысяч своих долларов и взяли в долг 90 тыс. долл. После продажи дома и выплаты ипотечного кредита они обнаружили, что их пять тысяч выросли до 268 тыс. долл.! Вот это «рычаг»! На рисунке 9.7 показана рентабельность инвестиций — действительная (с использованием левериджа) и предполагаемая (т. е. та, какой она была бы без использования левериджа).

Финансовый леверидж особенно эффективен на «бычьих» рынках. Чтобы заработать максимальное количество денег, нужно следовать простому правилу: чем ниже первый взнос, тем выше рентабельность инвестиций. Или другая формулировка того же правила: при любом фиксированном первом взносе прибыль будет тем больше, чем больше дом. Чтобы заработать на американском рынке жилья и получить максимальную прибыль, нужно было покупать как можно больше недвижимости и как можно больше брать взаймы. Поистине поразительный способ делать деньги.

Однако использование левериджа сопряжено с двумя рисками. Один — индивидуальный, а второй затрагивает других людей.

Граучо Маркс узнал об индивидуальных последствиях левериджа во время биржевого краха 1929 года[11]. Хотя Граучо

[11] Marx G. Groucho and Me / Classics of Modern American Humor Series. — New York: *AMS Press*, 1991.

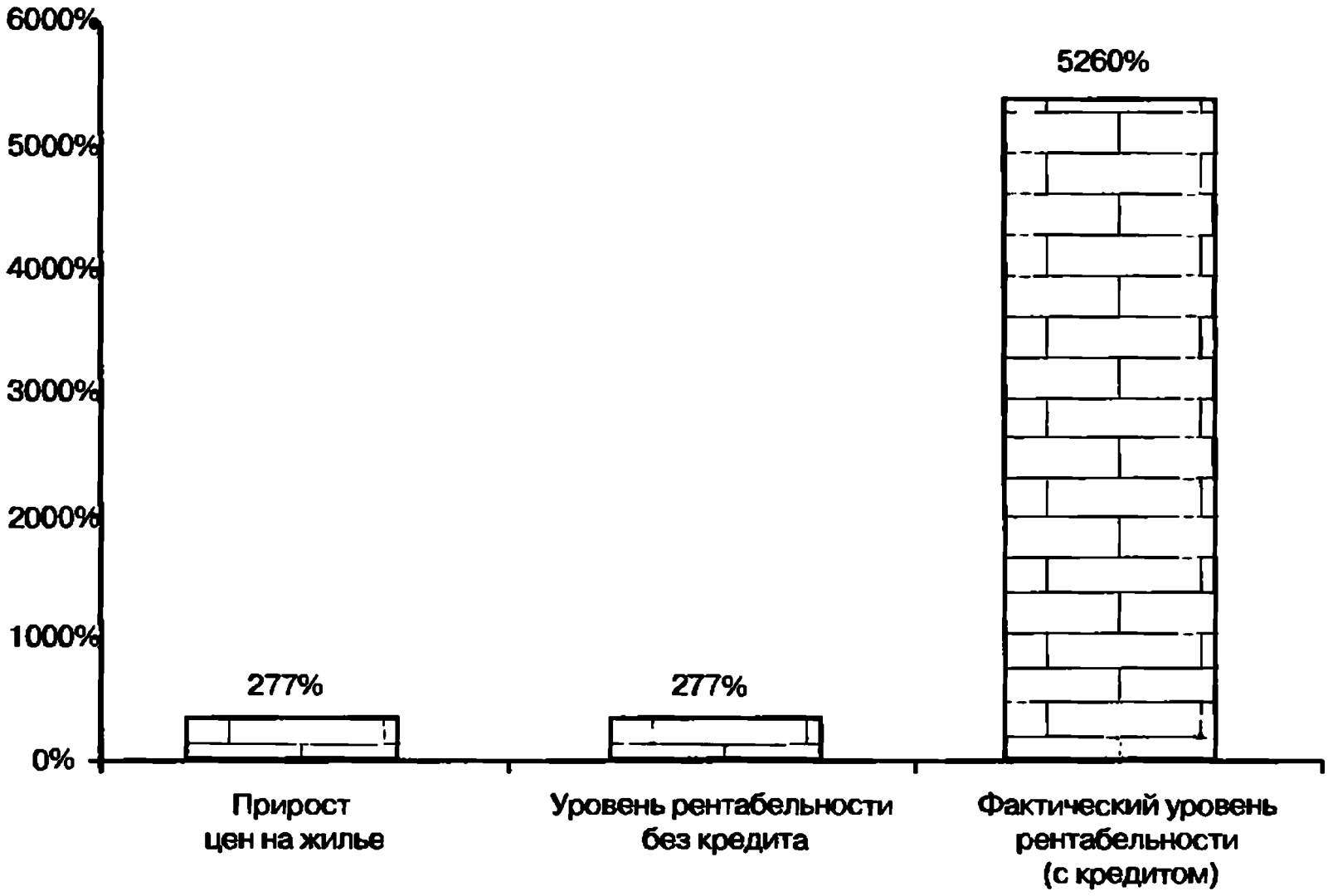


Рис. 9.7. Леверидж стимулирует рост рентебельности инвестиций на растущем рынке

не любил играть в азартные игры ни с государством, ни с фондовой биржей, он, тем не менее, вложил свои накопленные за всю жизнь деньги в акции. Покупал он по марже, т. е. должен был внести наличными определенный процент, а остальную сумму до полной цены акций в виде кредита предоставлял биржевой брокер. В 1920-х годах обязательная маржа составляла 10%. Другими словами, биржевой спекулянт (он же — инвестор) мог купить акций на 1 тыс. долл., заплатив наличными 100 долл. 10%-ная маржа означает леверидж (кредитный «рычаг») 10:1.

Каковы последствия покупки акций по марже? Любые подвижки цены акций возрастают десятикратно. Так, если акции вырастут на 1%, прибыль увеличится на 10%. Во времена биржевого «пузыря» 1920-х годов люди предпочитали замечать только способность финансового левериджа *увеличивать* прибыль.

Но Граучо также убедился, что во время рыночного спада леверидж безжалостно *уменьшает* прибыль. 1%-е уменьшение маржинального счета ведет к 10%-м убыткам инвестиций. Что самое страшное, всего лишь 10%-е падение означает полное банкротство, т. е. 100%-е убытки.

Когда в 1929 году акции Граучо начали падать, он сделал все возможное, чтобы не продавать свои активы на спаде. Он наскреб еще наличных, а также взял деньги в долг, и таким образом обеспечил маржу для своих акций. Кончилась история тем, что Граучо потерял все до последнего цента.

Финансовый «рычаг» привел нашего героя к финансовой катастрофе (к счастью для Граучо, он после того, как обанкротился на биржевых операциях, с успехом начал снимать фильмы и за счет этого вернул себе прежнее благополучие). Но решение нашего «спекулянта» покупать маржевые акции ударило и по другим инвесторам. В разгар биржевого бума Марксу принадлежало много акций. После банкротства у него не осталось ни одной, потому что с началом спада рынка Граучо был вынужден ликвидировать все свои ценные бумаги.

На рынке, где велика доля заемных средств, падение цен создает собственникам финансовые проблемы, поскольку они вынуждены ликвидировать свои активы. Ликвидация в свою очередь усиливает давление на цены, их падение усугубляет финансовые проблемы и провоцирует дальнейшую продажу.

Вариационную маржу (т. е. дополнительный гарантийный депозит в срочной биржевой торговле) назвали едва ли не главной причиной краха 1929 года. Принятый в США закон о торговле ценными бумагами 1934 года был призван исправить перегибы 1920-х годов. В разделе 7 этого закона говорится о маржевом кредитовании.

Чтобы не допустить чрезмерного использования заемных средств для покупки или финансирования покупки ценных бумаг, Совет управляющих Федеральной

резервной системы США должен выписать правила и регуляторные нормы касательно размера начального кредита по любой ценной бумаге и его дальнейшего обслуживания[12].

Согласно этому закону, Федеральная резервная система США устанавливает ставки маржи для покупки акций по кредиту. В течение нескольких десятилетий необходимая ставка равнялась 50%.

Сегодня за один доллар можно купить акций на два доллара. Или же (за тот же доллар) — недвижимого имущества на много-много долларов. На каждый доллар первого платежа легко взять в долг 20 долларов (в виде купленной по ипотеке недвижимости). Мало того, при покупке недвижимости существует много возможностей вообще избежать первичного взноса (и это кроме обычного в информационных рекламных роликах обещания «без начального взноса»). Небольшой первичный платеж создает массивный леверидж. Чем больше леверидж, тем больше возможный доход — или возможные убытки.

Ипотечная задолженность сейчас высока как никогда, поэтому также как никогда низка процентная доля собственного капитала домохозяйства в стоимости жилья[13]. Инвесторы увеличивают свой леверидж[14]. Возможно, они надеются разбогатеть на жилье так же, как Фатима. Однако отрицательная сторона сегодняшней ситуации в том, что леверидж на рынке недвижимости приведет скорее к результату Граучо, чем к богатству.

Риск № 3. Ипотека с плавающей ставкой

Мой племянник Брент, окончив Университет Монтаны, сразу же начал работать агентом по недвижимости в своем

---

[12] Комиссия по ценным бумагам и биржам (США), *www.sec.gov*.

[13] Федеральная резервная система США, Потребительские кредиты, *www.federalreserve.gov*.

[14] Ассоциация ипотечных банков, *www.mbaa.org*.

родном городе Энн-Арбор. В начале карьеры Бренту выпал превосходный шанс очень выгодно купить недвижимость.

Некая компания построила серию многоквартирных домов. Согласно постановлению муниципалитета часть жилья продавалась малообеспеченным гражданам по сниженным ценам. Поскольку у начинающих агентов по недвижимости бизнес идет не очень бойко, только что вступивший на эту стезю Брент попадал в категорию малообеспеченных. Ему удалось купить квартиру на 20 тыс. долл. дешевле ее рыночной стоимости (единственный недостаток этой покупки в том, что, по закону, в течение двух лет Брент не имел права перепродавать свою недвижимость).

Собственных денег на приобретение даже этого недорогого жилья у Брента не было. Он решил взять ипотечный кредит с минимальными месячными платежами, поэтому выбрал ипотеку с плавающей ставкой. Он знал, что через три года кредитная ставка для него изменится. Хотя, выбрав такую ипотеку, мой племянник получил возможность ежемесячно платить небольшую сумму, он также подверг себя повышенному риску. Когда процентные ставки близки к своим теоретическим и историческим минимальным значениям, люди, выбравшие ипотеку с плавающей ставкой, рискуют столкнуться с существенным ростом размера месячного платежа.

Я спросил Брента, не боится ли он роста процентной ставки, и он ответил: «Если процент по моей ипотеке вырастет, я просто продам свою квартиру». Звучит разумно? Возможно, но почему же тогда промышленный индекс Доу Джонса за один день в 1987 году потерял 500 пунктов? Проблема Брента в том, что не он один выбрал такую стратегию. Очень многие люди, взявшие ипотеку с плавающей ставкой, считают себя весьма проницательными и рассчитывают продать купленное в кредит жилье еще до того, как месячные платежи существенно вырастут. Беда только, что когда все они кинутся это делать, то станут подобны стаду слонов,

одновременно бросившемуся спасаться бегством через одну узкую дверь.

Для оценки этого риска необходимо понять систематические эффекты стратегии отдельного человека. Иногда действительно стоит делать то же, что и все. Например, на автодорогах США лучше поступать так же, как и все остальные водители, — придерживаться правостороннего движения. А еще разумно всем использовать один и тот же текстовый редактор (в настоящее время это программа Microsoft Word), чтобы без труда обмениваться файлами и работать с ними. Однако, как мы уже узнали, финансы — это игра, где часто лучше двигаться отдельно от стада.

Крах фондового рынка в 1987 году усугубило то, что большинство инвесторов использовали портфельную страховку. Еще в начале того года фондовый рынок быстро рос, и все хотели разбогатеть. Кое-кто также переживал, что цены акций слишком высоки. Эти осторожные инвесторы могли уменьшить риск, продав часть своих акций, или же использовать какую-нибудь из множества финансовых стратегий, например «короткую» продажу или покупку пут-опционов. Недостаток подобных методов снижения риска в том, что они также снижают прибыль. Как в такой ситуации поступить жадному, но в то же время напуганному инвестору?

Ответом будет так называемая портфельная страховка. С ней покупатель получает все преимущества, которые дает владение акциями, плюс защиту от убытков — по крайней мере, так это выглядит в теории. Вот как должна работать портфельная страховка. Набиваете свой «портфель» акциями. В случае их роста вы получаете весомую прибыль. А если акции начнут падать, вы их быстро продаете и на вырученные деньги покупаете надежные облигации.

В теории все выглядит настолько привлекательно, что эту страховку начали продавать многие фирмы, и многие инвесторы ее покупали.

Что же произошло на практике? В 1987 году фондовый рынок пережил крах, а инвесторы обанкротились[15]. Кроме того, они потянули за собой на дно почти всех остальных американцев. Фондовый рынок начал падать во второй половине 1987 года. Акции стали дешеветь, и держатели портфельной страховки продали их, что в свою очередь привело к дальнейшему падению цен. Истерия продаж достигла кульминации, когда промышленный индекс Доу Джонса всего за один день потерял более 20% своей стоимости. В процентном выражении падение во время биржевого краха 1987 года почти вдвое превысило падение во время краха 1929 года[16].

Как оказалось, портфели инвесторов не были защищены от краха 1987 года. Теоретический анализ портфельной страховки строится на предположении плавного движения рынков. Однако в реальном мире цены двигались не плавно, а гигантскими скачками вниз. Инвесторы, которые рассчитывали избавиться от своих акций при первых небольших признаках их падения, вдруг обнаружили, что уже катастрофически опоздали. Они и не могли успеть.

Действительно, если бы портфельной страховкой воспользовался только один человек, она бы работала превосходно. Но поскольку этой стратегии следовали очень многие инвесторы, система сама по себе породила истерию продаж. Обладатели портфельной страховки сделали максимально возможную на подлых рынках ошибку: они покупали акции по самым высоким ценам, а потом загнали себя в положение, когда были вынуждены продавать свои ценные бумаги по самым низким ценам.

Аналогичные объяснения применимы к истории моего племянника Брента. Если бы только он один реализовал стратегию «продавай, если ставки начали расти», то вышел бы сухим

---

[15] Jacobs B. Capital Ideas and Market Realities: Option Replication, Investor Behavior, and Stock Market Crashes. — Oxford: *Blackwell*, 1999.

[16] Dow Jones, *www.djindexes.com*.

из воды. Однако реальные события развивались прямо противоположным образом. Одна треть новых ипотек — это ипотеки с плавающей ставкой, которая близка к своему историческому максимуму[17]. Засилье ипотек с плавающей ставкой делает рискованной стратегию «продавать свое жилье, если процентные ставки начинают расти». В случае продолжения роста процентных ставок миллионы домовладельцев начнут продавать свои дома. Не самое лучшее время для продавца.

Когда случаются неприятности, они часто кажутся неизбежными. Однако в действительности необходимые шаги, чтобы избежать катастрофы, следует предпринимать намного раньше. Это должны знать все инвесторы, и это помогло бы в трудный час некоему человеку по имени Роберт Бречин.

Около девяти часов вечера 10 августа 1995 года Роберт Бречин попытался свести счеты с жизнью с помощью сверхдозы болеутоляющих таблеток. Незадачливого самоубийцу вовремя отвезли в больницу и сильнодействующими лекарствами вернули к жизни. А ровно через пять часов, в 1:55 11 августа, мистера Бречина в тюрьме штата Оклахома казнили посредством смертельной инъекции[18].

Смертный приговор мистеру Бречину вынесли за убийство первой степени. Он провел в камере смертников несколько лет; за это время подавал ряд апелляций, но все они были отклонены, и предстоящая смертная казнь стала неизбежной. Не желая вверять свою жизнь в руки государственной машины, мистер Бречин сам выбрал момент и способ собственной смерти и решился на самоубийство. Правда, ему и это не удалось. Он оказался в ситуации нулевого контроля над собственной жизнью. Не мог даже выбрать момент и способ ухода в мир иной.

Инвесторам, оказавшимся в невыгодном положении на подлых рынках, грозит результат гораздо менее суровый, чем

---

[17] Ассоциация ипотечных банков, *www.mbaa.org*.

[18] Killing Hope – The Imminent Execution of Sean Sellers / Amnesty International. – December 1, AMR 51/108/1998, 1998.

смертная казнь, но столь же неизбежный. Покупающие на пике часто вынуждены продавать в нижней точке. Ключ к финансовому успеху на подлых рынках — самому выбирать моменты покупки и продажи.

Но ипотека с плавающей ставкой лишает домовладельца возможности выбирать момент продажи своего дома. Обладатели такой ипотеки вынуждены избавляться от своего жилья одновременно с другими себе подобными. Следовательно, желающим нагреть руки на рыночном безумии нужно избегать ипотеки с плавающей ставкой.

Решение № 1. Планируйте в будущем купить больший дом

Книга «Подлые рынки и мозг ящера» советует вам владеть недвижимостью, а также планировать в будущем переехать в более дорогое жилье. При наличии «пузыря» цен на недвижимость правильной стратегией было бы не иметь собственного жилья, а поселиться в съемном. Но поскольку существующие в настоящее время цены на жилье высоки, однако «пузыря» еще нет, мы рекомендуем приобрести некоторую недвижимость, пусть даже пока еще не дотягивающую до уровня «дома вашей мечты». При такой стратегии вы не останетесь внакладе, независимо от того, как себя в дальнейшем поведут цены на недвижимость — будут расти или падать. Почему же эта стратегия выигрышна в любых обстоятельствах? Поясним на примере, как она работала на фондовом рынке.

Незадолго до кульминации «пузыря» технологических акций я узнал, что моя старшая сестра Сью инвестировала большую часть своих средств, накопленных на пенсионном счете, в некий агрессивный технологический взаимный фонд. Я сказал сестре, что это очень плохая идея, и порекомендовал ей как можно быстрее продать эти акции. Она согласилась. Через несколько недель я позвонил ей и спросил, избавилась ли она

от своих рискованных ценных бумаг. «Нет, — ответила Сью, — потому что я не хочу упустить шанс заработать, если мои акции еще больше поднимутся в цене».

Тогда я предложил сестре компромиссную стратегию. Сью продала четвертую часть своих акций. Теперь, объяснил я, если акции пойдут вверх, она все равно заработает очень много, поскольку у нее еще осталось акций на несколько сотен тысяч долларов. Если же акции упадут, то благодаря предыдущей частичной продаже сестра сбережет часть своих денег.

Когда технологические акции таки упали в цене, Сью спросила меня, не стоит ли ей купить обратно свои ранее проданные акции. Нет, ответил я, и порекомендовал: продай еще одну четверть. Если акции поднимутся, ты заработаешь на оставшихся, а если упадут, то сбережешь еще больше. Мы продолжили процесс до тех пор, пока сестра полностью не избавилась от своих технологических акций. В самом конце она продала последние ценные бумаги почти по максимальному их курсу (5000, данные компьютеризированной системы внебиржевой котировки NASDAQ), так что даже немного заработала на своих инвестициях в технологические акции.

Почему решение продавать оказывается разумным и на растущем, и на падающем рынке? Все дело в психологии человека. Очевидно, решение продать акции означает упущенную прибыль в случае, если в будущем они вырастут в цене. Однако я посоветовал Сью при таком развитии событий радоваться прибыли от оставшихся у нее акций, а не горевать по поводу тех денег, которые она не заработала на недавно проданных акциях.

Дважды выигрышная схема продажи акций — это форма иррациональности. Тем не менее такие психологические трюки помогают нам, потому что мы, человеческие существа, редко принимаем сугубо рациональные решения. Наши финансовые планы часто формируются нашей иррациональностью; и очень хорошо, когда удается использовать нашу иррациональность к нашей же пользе.

При правильном психологическом подходе владение относительно небольшим домом тоже позволяет остаться в выигрыше при любом из двух вариантов развития событий. Как всегда, я следую собственным советам. Мы с женой живем в кембриджском многоквартирном доме; наши апартаменты стоят немногим более 600 тыс. долл. Мы надеемся пополнить нашу семью еще несколькими детьми, поэтому лет через пять–десять нам понадобится большее жилье. В настоящее время дом, который мы надеемся когда-то купить, стоит больше миллиона долларов.

Я стараюсь убедить себя, что мы выиграем в условиях как бума, так и краха жилищного рынка. Если цены вырастут, мы заработаем на нашей нынешней квартире. Если же цены упадут, то дом нашей мечты подешевеет и станет стоить меньше, чем наша квартира. Значит, переезд в дом нашей мечты обойдется нам в меньшую сумму, чем нам пришлось бы заплатить сегодня.

Итак, повторяю: имейте собственное жилье, но в будущем планируйте переехать в большее.

Решение № 2. Пользуйтесь ипотекой с фиксированной ставкой

По поводу ипотеки с плавающей ставкой я даю экстремальный совет. Когда в фильме «Лучше не бывает» Джеку Николсону нанес неожиданный визит его сосед (актер Грег Киннер), первый разразился гневной тирадой.

Больше никогда, никогда не прерывай меня. О'кей? Я подчеркиваю: никогда. Пусть даже пройдут 30 лет... пусть даже будет пожар. Пусть даже однажды ты услышишь из моего дома глухой стук падающего тела, а через неделю наружу начнет просачиваться характерный

запах разлагающейся плоти и тебе придется закрыть лицо платком, чтобы не потерять сознание, — даже тогда не стучи в мою дверь.... Не стучи... во всяком случае, не в эту дверь. Ни за что на свете. Ты меня понял, родной мой?

Перефразируя Николсона, я скажу: не берите ипотечный кредит с плавающей ставкой, не берите, даже если вы уверены, что въедете в свое новое жилье не позднее чем через год, даже если платежи по ипотеке с плавающей ставкой намного меньше, чем платежи по ипотеке с фиксированной ставкой. Ни за что на свете.

Существуют как минимум три веские причины, соблазняющие нас взять ипотеку с плавающей ставкой. Во-первых, профессионалы в сфере недвижимости вполне осознанно идут на риск, надеясь выиграть там, где они чувствуют себя экспертами. Вспомним моего племянника Брента. Если и есть люди, способные терпеливо дожидаться верхней точки бума, чтобы соскочить в последний момент, то это профессионалы, подобные Бренту, держащие руку на рыночном пульсе.

Во-вторых, ипотека с плавающей ставкой идеальна для того, кто намерен вскоре продать свою недвижимость. Рассмотрим для примера человека, предполагающего въехать в новое жилье в течение ближайших двух лет и имеющего ипотеку с плавающей ставкой, но с отдельным условием: ставка фиксирована на первые три года. Для такого покупателя плавающая ипотека почти столь же безопасна, как и ипотека с фиксированной ставкой. (Правда, даже в этой ситуации плавающая ставка немного рискованнее, поскольку планы меняются, а ипотека с фиксированной ставкой характеризуется большей гибкостью.)

В-третьих, легко идут на ипотеку с плавающей ставкой люди, имеющие значительные финансовые ресурсы. Ведь главная проблема такой ипотеки заключается в том, что домовладелец в определенных обстоятельствах вынужден продавать свое

жилье во время рыночного спада. Если же у домовладельца припасено достаточно денег на черный день, то без вынужденной продажи можно обойтись. Поэтому люди, которым по карману позволить себе ипотеку с фиксированной ставкой, также позволяют себе взять и более рискованный кредит, поскольку в случае неблагоприятного развития событий удар не станет для них смертельным.

Как говорится, банки готовы давать в долг всем, кому эти деньги не нужны. Точно так же ипотека с плавающей ставкой привлекательна своими меньшими месячными платежами, однако использовать ее следует тем, кто легко позволит себе и более высокие платежи по ипотеке с фиксированной ставкой.

Итак, большинство людей, но не все, должны избегать ипотеки с плавающей ставкой. Мой совет на эту тему прямо противоположен тому, что дал председатель Федеральной резервной системы США Алан Гринспэн[19]. В своей речи 23 февраля 2004 года председатель Гринспэн заметил, что в течение десятилетия, предшествовавшего его выступлению, люди, взявшие ипотечный кредит с плавающей ставкой, платили гораздо меньше по сравнению с фиксированной ипотекой. Он также подчеркнул, что в некоторых странах ипотеки с плавающей ставкой распространены гораздо шире, чем с фиксированной. И заключил: «Традиционная ипотека с фиксированной ставкой — это дорогой метод покупки жилья».

Но я не согласен с председателем по двум причинам. Во-первых, я считаю, что процентные ставки могут вырасти. Поэтому когда ипотеки с плавающей ставкой изменятся, месячные платежи тоже возрастут.

Во-вторых, ипотеку с плавающей ставкой я считаю азартной игрой. Если ставки вырастут меньше, чем ожидает рынок,

---

[19] Председатель Федеральной резервной системы Алан Гринспэн подготовил свой доклад к Конференции по правительственным вопросам 2004 года, которую провела Национальная ассоциация кредитных союзов 23 февраля 2004 года в г. Вашингтоне (федеральный округ Колумбия).

обладатель ипотеки с плавающей ставкой выиграет. Если же ставки превысят ожидания рынка, инвестор проиграет. Значит, те, кто выбирают ипотеку с плавающей ставкой, выбирают азартную игру. К тому же играют они против профессионалов.

Мой друг Грег не раз играл против профессионалов разного сорта. Он любил покер и, бывало, проверял свое мастерство против карточных «акул» в Лас-Вегасе. Поскольку Грег садился за стол с профи, он был готов к проигрышу. Свой игровой уровень он оценивал по тому, сколько он продержится до поражения. После одного чрезвычайно успешного вечера какой-то профи отвел Грега в сторону и сказал: «Ты прекрасный молодой игрок, но когда тебе приходит сильная карта, мускул на твоей левой щеке напрягается». Неудивительно, что Грег обычно проигрывал таким компетентным соперникам.

Соревноваться с профессионалами покера — проигрышная игра для Грега. Поскольку он заранее был готов к поражению, то никогда не играл по-крупному. Естественно, в игре с профи он никогда не поставил бы на кон свой дом. Так вот, те, кто берут ипотечный кредит с плавающей ставкой, ставят на кон свой дом (или, по меньшей мере, существенную часть своего богатства) в игре против профессионалов.

Ипотеки с плавающей ставкой столь привлекательны, потому что месячные платежи по ним низки. Однажды, когда мы сидели в джакузи нашего многоквартирного дома, мой сосед Алек сказал мне, что переезжает из Кембриджа в больший дом, купленный им в пригороде Бостона. Как всегда, я спросил: «По ипотеке с плавающей или фиксированной ставкой?» Алек ответил: «С плавающей». Я спросил почему, и сосед объяснил: «По ипотеке с фиксированной ставкой нам такой дом был бы не по карману».

Но я рекомендую прямо противоположную стратегию. Если для того, чтобы месячные платежи стали доступными, вам приходится выбирать ипотеку с плавающей ставкой, лучше купите менее дорогую недвижимость.

Делайте деньги на работе; живите в собственном доме

В Америке недвижимое имущество было путем к богатству. В течение десятилетий цены на жилье неуклонно росли. Более того, магия левериджа позволила людям получать невероятную прибыль. Миллионы американцев значительную часть своего богатства сделали на недвижимости.

К несчастью, легкие деньги закончились. Рынок жилья сегодня дорог и сопряжен с рядом структурных рисков. Лежащий впереди путь уже не столь щедро усеян розами, как оставшийся за спиной. Если нам повезет, наш жилищный сектор продолжит расширяться, хотя и гораздо медленнее, чем в предыдущие десятилетия. А если не повезет, то в течение некоторого времени нас ждут постоянно падающие цены.

Соответственно, я предлагаю всем последовать совету Питера относительно жилья. Покупайте дом, в котором планируете жить. А деньги зарабатывайте в области, в которой вы специалист.

Я также предлагаю вам занять положение, в котором вы сможете выстоять в случае каких-нибудь волнений на рынке жилья. Даже если впереди нас ждет более оптимистичный сценарий, нам, вероятно, не избежать существенных потрясений системы. Когда произойдут эти потрясения, обладатели серьезных финансовых ресурсов смогут даже выиграть, а вот люди с не очень полными карманами в трудные времена будут выброшены с рынка.

Сила важна во многих сферах. Вариант этого урока я усвоил, когда жил в Африке. Однажды я ехал на мотоцикле по парку Королевы Елизаветы на западе Уганды. И встретил там Джона, работавшего с шимпанзе в Институте Джейн Гудол. Узнав, что я на своем мотоцикле проехал через весь парк с дикими животными, Джон озабоченно нахмурился. «Ты хорошо ездишь?» — спросил он. Я ответил, что лишь недавно научился. Джон

нахмурился сильнее. «Катаясь по парку на мотоцикле, ты должен остерегаться животных трех видов, — сказал он. — И для каждого вида я дам тебе совет.

Во-первых, повстречавшись со слонами, не удирай. Они, скорее всего, лишь напугают тебя показной атакой, но по-настоящему действовать не станут. Если же слишком приблизятся, тогда уезжай как можно быстрее.

Во-вторых, всегда удирай от буйволов. Эти никогда просто так не пугают, они всегда атакуют всерьез. И уж лучше быть затоптанным, чем забоданным рогами.

В-третьих, самые опасные соперники — львы, — сказал Джон, и лицо его выражало настоящую тревогу. — Потому что в тот момент, когда ты их заметишь, уже будет поздно удирать. Никогда не отступай от львов, пятясь задом. Как только они почувствуют твой страх, сразу же набросятся на тебя. Но также никогда не поворачивайся к ним спиной. Лучше пусть видят твое лицо. Львов пугают человеческие лица — даже когда они пожирают человека, то садятся на лицо, чтобы его не видеть. Поскольку они привыкли нападать на слабых животных, ты, когда едешь через заросли, в которых притаились львы, должен мчаться очень быстро и громко, т. е. вести себя как сильное и могучее животное».

Вести себя как сильное и могучее животное! Я последовал совету Джона. Возле зарослей я жал на газ и мчался на максимальной скорости. А чтобы мотоцикл громче шумел, я ехал на низкой передаче. Я постоянно помнил, что львы выбирают из стада травоядных больных и старых животных. Если вести себя как могучее животное, львы от тебя отстанут. Однажды я увидел слона (я не струсил, и он ушел прочь), а в другой раз обогнал буйвола. Львов ни разу не заметил — видимо, если они и наблюдали за мной из своих зарослей, то не решились приблизиться ко мне, потрясенные моей доблестью.

Мой совет относительно жилья аналогичен совету Джона по поводу львов. Будьте сильными и могучими. Будьте готовыми

выстоять в трудные экономические времена. Тот, кто не испугается жесткого жилищного рынка, не станет жертвой, а даже выиграет за счет иррациональности.

Совет нашей книги «Подлые рынки и мозг ящера» относительно жилья таков: делайте противоположное тому, что работало раньше, т. е. возьмите ипотечный кредит с фиксированной ставкой и владейте меньшим домом, чем тот, который вы запланировали купить себе в будущем. Следовать этому совету трудно, потому что приходится отвергать подсказки нашего мозга ящера. На протяжении нескольких десятков лет лучшей стратегией было покупать как можно больше недвижимости в США и на космической скорости мчаться к богатству. Наш оглядывающийся назад мозг ящера подталкивает нас делать то, что работало в прошлом. Однако чтобы подготовиться к встрече с проблемами, мы должны избегать образа действий, выручавшего прошлые поколения. Те, кому удастся решить эту психологически сложную задачу, вправе надеяться на прибыль.

Часть IV

Как заработать благодаря новой науке иррациональности

ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

В последней части книги приводятся инвестиционные рекомендации. В главе 10 мы узнаем больше об истоках мозга ящера и о том, почему из-за него мы теряем деньги. Возможно, наши инстинкты и помогали выжить нашим далеким предкам, но современные финансовые рынки — это совершенно неестественная среда для нашего мозга. Поняв свой мозг ящера, мы получим рекомендацию на все времена по поводу того, как инвестировать эффективно и без стрессов.

В главе 11 мы вернемся к центральному вопросу книги «Подлые рынки и мозг ящера»: «Во что мне инвестировать мои свободные деньги?» В части I мы выяснили, что систематические проблемы на рынках обусловлены нашей человеческой природой. В части II рассмотрели макроэкономические факторы финансовых показателей. В части III изучили перспективы облигаций, акций и недвижимого имущества. Теперь же мы подытожим все изученное выше. Мы обнаружим, что сегодняшняя ситуация особенно опасна — криптонит для мозга ящера. (В комиксах о Супермене криптонит — это зеленое блестящее вещество с планеты Криптон, оказавшееся на Земле после ужасного взрыва. Супермен ничего не боится, кроме криптонита, на который у героя аллергия.) Наконец, мы придем к удивительному ответу на вопрос о том, во что же вкладывать свободные средства.

СОВЕТ НА ВСЕ ВРЕМЕНА

Как обуздать мозг ящера

10

Советы: на все времена и своевременные

В фильме «Выпускник» молодой Дастин Хоффман (сыгравший роль Бенджамина Брэддока) получает от друга своих родителей, мистера Мак-Гвайра, один непрошеный, краткий совет по поводу профессиональной карьеры.

Мак-Гвайр: Хочу сказать тебе одно слово... всего одно слово.
Бен: Да, сэр.
Мак-Гвайр: Ты внимательно слушаешь?
Бен: Да, сэр, внимательно.
Мак-Гвайр: Пластмасса.

Не знаю, была ли «пластмасса» хорошим карьерным выбором в 1967 году, когда вышел на экраны «Выпускник». Однако я уверен, что бывают более хорошие и более плохие времена для работы в каждой отдельной области. Поэтому взгляд книги «Подлые рынки» таков: бывают хорошие и плохие времена для отдельного вида инвестиций. Например, золото было прекрасной инвестицией в 1970-е годы и ужасной в 1980-е и 1990-е.

ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

На рациональных рынках инвестирование было бы легким и не сопряженным со стрессами. В сказочной стране гипотезы эффективных рынков все инвестиции во все времена имеют правильную цену. Так, в гипотетическом, рациональном инвестиционном мире нет нужды переживать по поводу своих возможных ошибок, но и нет смысла искать какие-то особенно выгодные сделки.

Однако в нашем реальном мире рынки иррациональные, а часто даже подлые. Это создает как привлекательные возможности, так и риски. В мире, где цены часто либо слишком высокие, либо слишком низкие, инвесторы вправе искать невероятно выгодные операции. При этом они рискуют попасть в невероятно проигрышные ситуации. Поскольку ничья невидимая рука не создала для нас мир, в котором нам был бы гарантирован финансовый успех, мы должны создать этот мир своими руками.

Итак, ключ к инвестиционному успеху — в нашем реальном мире — оказаться на правильной стороне иррациональности. Совет книги «Подлые рынки и мозг ящера» относительно того, как нагреть руки на маниях и крахах, состоит из двух частей. Во-первых, мы должны помешать нашему собственному мозгу ящера погубить нас (тема данной главы). Затем мы рассмотрим возможности заработать благодаря мозгу ящера других людей (тема главы 11).

Такое деление рекомендаций для инвестирования на безумных рынках сродни подготовке к спортивным состязаниям. Чтобы победить, всегда нужно быть сильным, быстрым и опытным. Однако лучшая стратегия в каждый отдельный день зависит от конкретных соревнований.

Например, в конце 1980-х годов команда «Детройт Пистонс» выиграла подряд несколько чемпионатов Национальной баскетбольной ассоциации США (НБА). И каждый раз им нужно было в плей-офф победить «Чикаго Буллз» Майкла Джордана. Чтобы решить эту задачу, «Пистонс» полагались

на свое превосходное баскетбольное мастерство (необходимое для игры с любым соперником) и на специальную стратегию сдерживания суперзвезды Джордана. В тот период своей карьеры Майкл настолько ярко блистал, что его соперники шутили: «Остановить его невозможно — только сдержать».

Чтобы «сдержать» Майкла в достаточной мере для победы, «Пистонс» разработали так называемые «Правила Джордана». Они включали массу защитных схем, частое использование двойной защиты и жесткий подход, который вынудил бы Майкла прилагать большие усилия для выполнения любого слэм-данка.

Стратегию «Пистонс» было бы невозможно реализовать без талантливых игроков команды, включавшей Исайю Томаса, Джо Дюмара и Денниса Родмана. Таким образом, победы «Пистонс» над «Буллз» стали результатом двух взаимодополняющих подходов. Во-первых, в детройтском клубе были прекрасные баскетболисты, обладающие навыками, необходимыми для встречи с любыми соперниками. Во-вторых, они следовали специальной, подобранной под конкретные обстоятельства стратегии.

Так же и инвестиционный успех в финансовом мире, который часто иначе, как безумным, не назовешь, зависит от комбинации двух подходов: первого, годного на все времена, и второго, своевременного, учитывающего текущую ситуацию. В этой главе мы поговорим «о вечном», т. е. дадим советы на все времена, а в следующей предложим своевременные рекомендации для нашей эры, в которой мы сегодня живем.

Почему самые ожесточенные финансовые битвы мы ведем сами с собой, иррациональными

«Мы столкнулись с врагом, и этот враг — мы сами». Уолт Келли написал эту фразу в своем комиксе «Pogo» в День Земли 1971 года. Поскольку люди загрязняют окружающую

среду, Келли предположил, что экологический прогресс зависит от того, насколько нам удастся изменить поведение человека. В данной главе мы рассмотрим, почему мы сами столь часто становимся нашими собственными самыми опасными финансовыми врагами и как помешать этому внутреннему врагу обанкротить нас.

В начальных главах книги мы изучили доказательства того, что истоки подлых рынков — в людях, ведущих себя далеко не рационально. Более того, мы обнаружили: наши проблемы часто порождены менее познавательным аспектом человеческих мыслительных способностей, а именно мозгом ящера. Чтобы организовать и реализовать решения наших финансовых проблем, нужно понять, почему же мозг ящера по своей природе ведет нас к банкротству.

В определенных финансовых ситуациях люди поступают иррационально потому, что рождены без инстинктов, которые приводили бы их к правильным решениям. На финансовых рынках мы — рыбы, выброшенные на сушу. Человеческая финансовая ситуация подобна той, с которой сталкиваются другие животные, живущие в неприродном, новом окружении. В этом смысле у нас общая проблема с нашими генетически самыми близкими родственниками, шимпанзе.

Рациональные и иррациональные обезьяны

В дикой природе шимпанзе демонстрируют удивительную сообразительность. Я убедился в этом на личном опыте летом 1997 года, когда жил на научно-исследовательской станции в тропическом лесу на западе Уганды.

Гарвардский профессор Ричард Рэнгхэм, в начале своей карьеры работавший с Джей Гудол, основал этот центр в 1987 году. Главной целью исследовательского проекта было наблюдать за шимпанзе в их естественной среде. Когда я приехал на станцию, ученые уже десять лет изучали одну и ту же группу шимпанзе (вместе с их потомством).

Совет на все времена

За время моей жизни рядом с шимпанзе я проникся уважением к их интеллекту. Например, однажды мы шли следом за группой диких шимпанзе до тех пор, пока она не скрылась в густой чаще. Я и мои спутники не смогли пробраться через заросли, поэтому мы потеряли животных из виду.

Где же их найти? Мои угандийские друзья предложили пройти две мили через лес до одного фигового дерева, которое как раз покрылось спелыми плодами. Более того, добавили угандийцы, мы придем туда раньше шимпанзе и даже успеем перекусить.

Угандийцы знали, что шимпанзе следят за тем, какие деревья начинают плодоносить. Значит, вполне логично поджидать обезьян возле одного из их источников вкусной пищи. Но как нам узнать время прибытия шимпанзе на место? Оказалось, шимпанзе регулируют температуру тела, поэтому мы можем приблизительно оценить, как долго они будут в пути.

Когда шимпанзе кормятся на фиговых деревьях, они часто взбираются очень высоко, где их темные и мохнатые шкуры уже не защищены тенью от палящего солнца. Эти обезьяны не любят перегреваться, поэтому в солнечные дни предпочитают отправляться к упомянутому фиговому дереву по утренней прохладе. Однако в пасмурные дни (а именно таким был тот, о котором я рассказываю) шимпанзе приходили к излюбленной фиге позже.

Мы добрались до плодоносящего дерева, поели и вздремнули. И точно по расписанию прибыли шимпанзе! Я счел это удивительным. Чтобы добраться до определенного дерева в определенное время, шимпанзе должны были держать в голове карту леса, понимать сезонность плодоношения, разбираться в колебаниях погоды. И они действительно умели все это!

Шимпанзе могут быть очень и очень умными. Угандийцы находят путь через лес только благодаря годам опыта. Я же, окажись в лесу один, умер бы задолго до того, как нашел бы какую-нибудь пищу (или встретил шимпанзе). А шимпанзе

решают навигационные проблемы гораздо легче, чем большинство людей.

Но в отличие от умных диких шимпанзе их живущие в зоопарках и исследовательских центрах родственники часто проявляют меньшую сообразительность. Узнал я об этом несколько комичным образом от моего друга Брайана Хары, с которым познакомился в Уганде тем летом. Брайан тогда был студентом колледжа. В дальнейшем он получил степень доктора в Гарварде и сейчас работает приматологом.

В начале своей карьеры Брайан работал с шимпанзе в Центре изучения приматов им. Йеркса (г. Атланта). Исполненный энтузиазма молодой ученый решил проверить, удастся ли ему побудить шимпанзе к тому, чтобы они подражали ему, Брайану. Хотя часто говорят, будто обезьяны или человекообразные обезьяны (а шимпанзе относятся к последним) учатся через подражание, подтверждающих эту теорию фактов очень мало.

Брайан решил проверить способность шимпанзе к подражанию следующим образом. Он собирался ежедневно стоять на голове на глазах у своих подопытных. Поскольку шимпанзе обычно не стоят на голове, любой такой случай свидетельствовал бы о том, что они подражают Брайану. Молодой ученый объяснил свою идею обслуживающему персоналу. Опыт работы с шимпанзе, живущими в неволе, сделал этих людей немного циничными, поэтому они посмеялись над юношеским запалом Брайана.

Ничуть не обескураженный, он все-таки встал на голову перед сидящими в клетках шимпанзе. Что же произошло? Уже через несколько мгновений обезьяны отреагировали на эксперимент Брайана. Но они не встали на головы, а... начали забрасывать исследователя собственным пометом. (Надо отдать должное снайперским способностям шимпанзе; особую радость у обезьян вызывало попадание в лицо Брайану.) Проект «стойка на голове» был тут же закрыт.

Шимпанзе в неволе демонстрируют необычное поведение, весьма отличное от высокоточной навигации в тропическом лесу Уганды. В искусственной среде «ручным» шимпанзе почти нечего делать (пищей их регулярно снабжают), им не нужно совершать длительные переходы, и они даже весят гораздо больше, чем их дикие родственники.

Словом, в неволе шимпанзе целыми днями сидят. очень много едят, очень мало двигаются и настолько томятся от скуки, что для развлечения начинают бросаться собственным пометом. (Кажется, вы узнали в этом описании своего начальника?)

Так какие же шимпанзе на самом деле: очень умные или страдающие избыточным весом, ленивые, томящиеся от скуки? Правильный ответ таков: шимпанзе способны на оба варианта поведения, все зависит от среды. Когда шимпанзе оказываются в своей естественной среде, инстинкты ведут их к правильному поведению. И напротив: шимпанзе, попавших в неестественную среду, такую как зоопарки и научно-исследовательские центры, те же инстинкты приводят к серьезным неприятностям.

Люди подобны приматам в зоопарке

Людей можно считать самоодомашненными человекообразными обезьянами или обитающими в зоопарке приматами. Наши не столь далекие предки жили малыми группами и добывали хлеб свой насущный старомодным способом — охотой и собирательством.

Технологические перемены, сначала в виде сельского хозяйства, а позднее через промышленные и информационные революции, фундаментально изменили наш мир. Современный город — это такая же неестественная среда для человека, как и зоопарк для шимпанзе. (Большая разница, конечно, в том, что мы сами построили для себя зоопарки и добровольно поселились в них, тогда как с животными люди поступают так против их воли.)

ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

В последние годы ученые доказали, что наша индивидуальная иррациональность частично объясняется отличиями между средой, в которой жили предки человека, и нынешним миром, в котором обитают наши современники. Шимпанзе в зоопарке совершают безумные вещи, и так же неадекватно ведут себя люди, «живущие в зоопарке».

Идея о несоответствии между человеческой природой и индустриализованными условиями жизни довольно глубоко изучена в нефинансовых сферах[1]. Возможно, общая проблема большинства людей состоит в том, что нам нравится вкус не полезной для нас пищи. Почему мы не находим вкусной здоровую пищу? Как считают некоторые теоретики, потому что наши предки жили в мире, где и калорий, и пищевого жира было недостаточно.

Согласно этой теории, для наших предков было желательно поглощать как можно больше калорий — и особенно как можно больше пищевого жира. Первобытные люди, евшие больше того, что сегодня мы называем «нездоровой пищей», имели больше шансов на выживание и воспроизводство, чем их конкуренты.

Значит, наши предки были созданы любящими еду, и особенно жирную еду. Но мир изменился, и насыщенные жиры, например, сегодня приводят к сердечным заболеваниям. Тем не менее, мы по-прежнему любим есть то, что помогало выжить нашим предкам, а не то, что помогло бы нам в современном мире.

---

[1] Bowlby J. Attachment and Loss. Vol. I: Attachment. — New York: *Basic Books*, 1969. Bowlby J. Attachment and Loss. Vol. II: Separation, Anxiety, and Anger. — New York: *Basic Books*. 1973. Wilson E.O. Sociobiology: The New Synthesis. — Cambridge, Mass.: *Belknap Press of Harvard University Press*, 1975. Wilson E.O. On Human Nature. — Cambridge: *Harvard University Press*, 1978. Tooby J., Cosmides L. Evolutionary Psychology and the Generation of Culture: I. Theoretical Considerations // *Ethology & Socibiology*. — 1989. — 10. — P. 29–49. Barkow J.H., Cosmides L. et al. The Adapted Mind: Evolutionary Psychology and the Generation of Culture. — New York: *Oxford University Press*, 1992. Irons W, Adaptively Relevant Environments Versus the Environment of Evolutionary Adaptedness // *Evolutionary Anthropology*. — 1998. — 6. — no. 6. — P. 194–204.

В одной научной статье профессор Уильям Айронс из Северо-Западного университета излагает данную гипотезу следующим образом.

> *В первобытной среде эти предпочтения [к разной пище] мотивировали людей питаться по максимально оптимальной в их обстоятельствах диете. Однако в современной среде изобилие разных видов пищи приводит к совершенно другим последствиям: сегодня предпочтения часто мотивируют людей выбирать диету, которая значительно менее здоровая, чем можно было бы организовать в текущих обстоятельствах*[2].

Поскольку мы живем в другом мире, отличном от мира наших предков, сама наша человеческая природа подталкивает нас к нездоровой для нас пище. В одной известной научной статье — «Прошлое объясняет настоящее: эмоциональная адаптация и структура первобытной среды» — профессора Джон Туби и Леда Космидес приводят тот же аргумент о человеческих логических способностях[3]. То, что было хорошо для наших предков, может быть вредным для нас, живущих в современном мире.

Профессора Космидес и Туби утверждают, что называть людей иррациональными — слишком упрощенный подход или даже совершенно ошибочный. Скорее, наше поведение зависит от контекста. В условиях, естественных для наших предков, мы ведем себя превосходно. Однако в новых условиях мы даже с нашей развитой префронтальной корой выглядим глупыми, потому что оказываемся в положении рыбы, выброшенной на берег.

---

[2] Irons W. Adaptively Relevant Environments Versus the Environment of Evolutionary Adaptedness // *Evolutionary Anthropology*. — 1998. — 6. — no. 6. — P. 194–204.

[3] Tooby J., Cosmides L. The Past Explains the Present: Emotional Adaptations and the Structure of Ancestral Environments // *Ethology & Socibiology*. — 1990. — 11. —P. 375–424.

Следуя этой логике, профессор Джерд Джиджерензер и его коллеги перефразируют вопрос о банковском кассире Линде, который сбил нас с толку в начале книги настолько, что мы поверили в рациональное поведение людей. Вспомним наши рассуждения об индивидуальной иррациональности, изложенные в главе 2: большинство людей допускают «ошибку сопряжения», выбирая в следующей задаче ответ 2 вместо правильного ответа 1.

Линда — незамужняя, прямодушная и очень умная женщина 31 года от роду. В студенческие годы она специализировалась в области философии. Тогда девушку глубоко волновали вопросы дискриминации и социальной справедливости. В ту пору Линда также принимала участие в антиядерных демонстрациях.

Какое утверждение из следующих двух представляется вам более вероятным?

1. Линда работает банковским кассиром.
2. Линда работает банковским кассиром, а также является активистом феминистского движения.

Профессор Джиджерензер немного изменил задачу.

Линда — незамужняя, прямодушная и очень умная женщина 31 года от роду. В студенческие годы она специализировалась в области философии. Тогда девушку глубоко волновали вопросы дискриминации и социальной справедливости. В ту пору Линда также принимала участие в антиядерных демонстрациях. (Эта часть такая же, как в предыдущем варианте.)

Есть 100 человек, отвечающих приведенному описанию. Сколько из них являются:

1) кассирами в банке?
2) кассирами в банке и активистами феминистского движения?

В этом втором варианте ошибка сопряжения исчезает, поскольку большинство людей понимают вопрос правильно[4]. В серии подобных экспериментов профессор Джиджерензер показал, что человеческий мозг работает лучше, когда задачи описываются частотными величинами (например, сколько из ста?), а не вероятностными (например, какой вариант вероятнее?). По мнению профессора Джиджерензера, человеческий мозг создан для работы с частотными величинами[5].

Почему люди лучше управляются с частотами, чем с вероятностями? Точно этого никто не знает, но я всегда представляю себе людей в первобытном окружении, думающих о результатах своих действий в частотных величинах. Например, вот так: «Помню, когда в последний раз шел такой же дождь, как сегодня, мы поймали вкусных антилоп к западу от нашей стоянки». Однако мне сложно представить такой ход мыслей первобытного охотника: «Во время дождя вероятность успешной охоты на антилоп повышается на 7%».

Вывод из работ профессоров Космидес, Туби, Джиджерензера и других следующий: мы должны пересмотреть нашу интерпретацию человеческих действий, кажущихся иррациональными. Этот более тонкий взгляд предполагает, что люди не созданы вести себя безумно; скорее, определенные ситуации подталкивают нас к безумным действиям.

В ученой среде ведутся интенсивные дискуссии о ценности такого взгляда. Интересно, что многие ведущие экономисты-бихевиористы, включая профессора Ричарда Тейлера, не видят особой пользы в изучении того, как человеческая природа формировалась в первобытной среде[6]. Другие же (включая

---

[4] Gigerenzer G. The Bounded Rationality of Probabilistic Mental Modules // Rationality. Manktelow K.I., Over D.E. eds. — London and New York: *Routledge*, 1993. — P. 284–313.

[5] Gigerenzer G. Ecological Intelligence: An Adaptation for Frequencies // The Evolution of Mind, D. Cummins, C. Allen, eds. — Oxford: *Oxford University Press*, 1998. — P. 107–125.

[6] Из личного общения.

и меня) считают взгляд в наше первобытное прошлое первейшим организационным принципом любого исследования человеческой природы, в том числе ее иррациональных аспектов.

Мысль о том, что человеческие проблемы обусловлены жизнью в неестественной среде, помогает понять глубинные причины иррациональности человека и обеспечивает основу для практических рекомендаций в оставшейся части книги. Основная гипотеза звучит так: многие наши финансовые трудности объясняются тем, что люди, подобно шимпанзе в неволе, созданы для одного мира, но живут в другом. Поэтому люди не приспособлены принимать правильные финансовые решения.

Мозг ящера помогал нашим первобытным предкам добиваться своей цели, но сегодня в ситуациях, с которыми наши предки никогда не сталкивались, он часто толкает нас к саморазрушению или иррациональным на первый взгляд действиям. Когда приходится принимать финансовые решения, ситуация намного хуже, чем просто отсутствие природного таланта. Мы сталкиваемся с необходимостью принимать решения трех видов. Для некоторых влияние мозга ящера нейтрально, для других — позитивно (т. е. он ведет нас к правильным решениям), а для решений третьего вида мозг ящера постоянно «стреляет мимо». Решения на финансовых рынках относятся к третьему виду, а сами эти рынки представляют собой худший из возможных вариантов среды.

Нейтральная среда. В Лас-Вегасе мозг ящера выглядит глупо

В 1980-х годах я жил в Сан-Диего и периодически ездил в Лас-Вегас со своим приятелем Джимом. Однажды Джим засел за рулетку, чтобы проверить «интересную» стратегию игры. Если шарик попадал на красное, в следующем розыгрыше мой приятель ставил на черное. И наоборот: после того как выпадало

черное, Джим делал ставку на красное. На мою просьбу объяснить суть этой стратегии приятель ответил: «Разве не понятно? Ведь маловероятно, что шарик дважды подряд попадет на один цвет».

Но анализ Джима был ошибочным. При условии, что рулетка сделана честно, она не запоминает предыдущее вращение. Поэтому красное с равной вероятностью может выпасть в любом раунде, даже если, например, до того красное выпадало десять раз подряд.

Логика Джима напоминает мне пассажира, берущего на борт самолета бомбу — для защиты, а не для того. чтобы взорвать ее. На вопрос, каким образом бомба обеспечивает защиту (если ее не взрывать), этот авиапассажир отвечает: «Разве не понятно? Ведь маловероятно, что на одном и том же самолете одновременно окажутся две бомбы».

Но хотя логика Джима не была идеальной, к его стратегии игры в рулетку претензий нет. В действительности такая попеременная стратегия обеспечивает выигрыш с точно такой же вероятностью, как и любая другая, включая стратегии «постоянно ставить на красное», или «постоянно ставить на черное», или даже «ставить на черное в солнечные дни». Любая стратегия. в которой отдано предпочтение красному или черному, обеспечивает один и тот же выигрыш.

В фильме «Цельнометаллическая оболочка» инструктор морских пехотинцев объясняет, что он не презирает никого в отдельности. Он не выбирает каких-то особенных новобранцев для своих издевательств, а просто всех их считает в равной степени никчемными. Точно так же все стратегии игры в рулетку в равной степени никчемны — все они лишают игрока денег в пользу казино.

Вспомним, что наш мозг ящера создан отыскивать закономерности, даже если таковые и не существуют. Как было показано в ходе одного исследования, при нарушении закономерности у человека возникает психологическое удивление

(измерено по всплеску электрической активности). Например, при подбрасывании монеты чем чаще выпадает орел, тем меньше нас удивит следующая непрерывная последовательность орлов. Даже если префронтальная кора знает, что шанс выпадения орла равен 50%, другая часть мозга использует прошлые результаты для прогнозирования будущих[7]. Поэтому если сидеть и наблюдать за колесом рулетки достаточно долго, наш мозг ящера найдет какую-нибудь закономерность, даже если префронтальная кора знает, что любая закономерность — результат случайности.

К счастью, колесо рулетки нейтрально по отношению к любой стратегии, построенной на ошибочном поиске закономерностей. Поэтому в определенном смысле наш иррациональный, ищущий закономерности мозг безвреден в лишенной памяти среде, такой как рулетка. (Конечно, сам факт, что людям нравится играть в игры, где они чаще теряют деньги, чем приобретают, — это слишком дорогостоящее использование нашего мозга ящера.)

Благоприятная среда. Мозг ящера находит пищу в пустыне Калахари

Хотя наши инстинкты выглядят глупыми в казино, в другой среде они помогают принимать правильные решения. На самом деле многие аспекты нашего мозга, включая части, которые обнаруживают закономерности, когда таковые отсутствуют, возникли в помощь нашим первобытным предкам.

Поскольку наш современный мир во многом неестественен, некоторые лучшие примеры инстинктивного решения проблем мы обнаруживаем в поведении людей, живущих, как и наши далекие первобытные предки, в малых группах

---

[7] Kahneman D., Tversky A. Variants of Uncertainty // *Judgment under Uncertainty: Heuristics and biases*, Kahneman D., Slovic P., Tversky A., eds. — Cambridge: *Cambridge University Press*, 1982. — P. 512.

охотников-собирателей. Большинство этих культур, в которых люди выживают благодаря охоте на животных и сбору диких растений, существовали всего несколько десятилетий назад. Многие такие сообщества исчезли (или были разрушены), но у нас есть антропологические описания их образа жизни[8].

Например, до недавнего времени люди !кунг-сэн (восклицательный знак «!» отражает щелкающий звук, который используют в некоторых регионах мира. Этот звук входит и в фонетическую структуру языка койсан, на котором говорит народ !кунг-сэн, т. е. «настоящие люди») жили в пустыне Калахари, собирая растения и охотясь на животных так же, как их далекие предки в течение десяти тысяч лет и больше.

В 1960-х годах профессора Ричард Ли и Ирвен Девор жили среди народа !кунг-сэн во время раздельных исследований. Как сообщили оба ученых, эти люди превосходно научились выживать в очень суровой среде.

Как пишет профессор Ли, !кунг-сэн «настолько превосходные следопыты и делают настолько точные выводы из малейших следов на песке, что сначала их мастерство кажется сверхъестественным. ...Пожалуй, удивительнее всего способность охотника определять, сколько минут и часов назад в данном месте прошло животное»[9].

Способность находить и использовать закономерности была ключевой для народа !кунг-сэн в суровой пустыне. Например, люди !кунг-сэн видели нечто почти неуловимое в следах животных, благодаря чему разнообразили свой рацион мясом. Таким образом, шанс найти животное напрямую зависит от способности обнаруживать закономерности в неопределенном мире.

---

[8] Shostak M. Nisa, the Life and Words of a !Kung Woman. — Cambridge, Mass.: *Harvard University Press*, 1981. Hil K., Hurtado M. Ache Life History: The Ecology and Demography of a Foraging People. — New York: *Aline De Gruyter*, 1996. Chagnon N. Yanomamo, 4th ed. — New York: *Harcourt Brace Jovanovich*, 1992.

[9] Lee R. The Dobe Ju/'hoansi. — New York: *Harcourt Brace*, 1993. — P. 42.

ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

В природной среде наш отыскивающий закономерности мозг работает превосходно. В отличие от казино, в мире природы обычно стоит искать закономерности.

Вплоть до перехода к земледелию примерно десять тысяч лет назад все люди занимались охотой и собирательством. Есть факты в пользу того, что наш мозг по сей день отражает те первобытные проблемы[10]. Это предположение сделано на основе различных исследований, включая те, которые доказали различия между мужчинами и женщинами в способностях, помогавших нашим предкам находить пищу.

Почти во всех сообществах охотников-собирателей было разделение труда: женщины собирали растения, а мужчины охотились на животных. В отсутствие детских питательных смесей и пластмассовых бутылочек женщины должны были путешествовать со своими младенцами, чтобы кормить их грудью. Значит, даже если в первобытном обществе существовало равенство полов, женщинам было труднее охотиться, чем мужчинам. Тот факт, что женщины должны кормить детей грудью, обусловил разные стили жизни у мужчин и женщин даже в тех обществах, где не было дискриминации вторых.

Среди наших первобытных предков мужчины и женщины исполняли разные роли. В частности, растительная пища, за которую отвечали женщины, не двигалась, тогда как животная пища — обязанность мужчин — перемещалась, и очень активно. Такое разделение труда по половому признаку позволило исследователям Ирвину Силвермену и Марион Илс предположить, что женщины должны превосходить мужчин в способности запоминать расположение предметов[11]. Растения

---

[10] Barkow J.H., Cosmides L. et al. The Adapted Mind: Evolutionary Psychology and the Generation of Culture. — New York: *Oxford University Press*, 1992.

[11] Silverman I., Eals M. Sex Differences in Spatial Abilities: Evolutionary Theory and Data // Barkow J.H., Cosmides L., Tooby J., eds. The Adapted Mind: Evolutionary Psychology and the Generation of Culture. — New York: *Oxford University Press*, 1992. — P. 573.

не перемещаются, поэтому есть смысл запоминать место их расположения. Но такой вид памяти не особенно нужен для охоты на животных.

И действительно, Силвермен и Илс экспериментально доказали: женщины значительно превосходят мужчин в «запоминании расположения предметов». Разница настолько выраженная, что эксперимент легко повторить даже в небольших группах людей, и я часто провожу его со своими студентами. Обычно перед тем, как огласить результаты теста в нашей студенческой группе, я знакомлю своих подопечных со средними мировыми результатами: при максимально возможном количестве баллов 20 мужчины в среднем «выбивали» 12, а женщины — 14.

И еще я всегда первыми оглашаю результаты мужчин в моей студенческой группе. Гарвардские студенты-мужчины настолько интеллектуальны, что их средний результат превышает средний мировой у женщин. Поэтому, когда я объявляю, что мои студенты-мужчины набрали 16 баллов, они уверены в своем превосходстве над сокурсницами. С каким же разочарованием они узнают о результате студенток из своей группы — почти идеальные 20 баллов! Студентки Гарварда неизменно одерживают верх над сокурсниками.

Если, как следует из данного эксперимента, Силвермен и Илс правы, то люди не только созданы решать первобытные проблемы, но также адаптированы под решение проблем определенного вида. (Юмористическая часть исследований Силвермена и Илс касалась различий в том, как мужчины и женщины дают указания. Но, насколько я знаю, наука никак не объясняет тот факт, что мужчины никогда *не просят* указаний.)

Итак, наши природные инстинкты отлично работают в нашей естественной среде. Кажется, будто мы были созданы охотниками и собирательницами. Как сказал Ричард Ли о народе !кунг-сэн, у нас почти «сверхъестественные» способности.

Наш мозг прекрасно справлялся с первобытными задачами. Однако когда мы переносим эти первобытные инстинкты в неестественную среду, начинаются трудности. А для человеческого мозга не существует более неестественной среды, чем финансовый рынок.

Опасная среда.
Мозг ящера теряет деньги на Уолл-стрит

Люди народа !кунг-сэн, чтобы принять правильные решения, имеют надежные подсказки. Инвесторы же находятся в совершенно другой ситуации. Как мы уже многократно говорили и показали в этой книге, люди склонны покупать тогда, когда следовало бы продавать, и наоборот. По самой своей природе инвестирование требует от нас смотреть в будущее, предсказывать будущие события. Однако наш мозг ящера создан для того, чтобы смотреть в прошлое. Поэтому мозг ящера заряжает нас оптимизмом в моменты рыночных пиков (после подъема) и погружает в пессимизм в моменты рыночного спада (после снижения).

Этот направленный в прошлое аспект мозга ящера хорошо работает для решения природных задач, даже очень сложных. Например, из двух одинаковых животных лучше выбрать жертвой расположенное ближе. А охотник !кунг-сэн должен всегда выбирать из двух одинаковых следов более свежий. Более того, такой охотник учится лучшим образом использовать даже самые незаметные знаки, способные привести к успеху.

На охоте связь между информацией и успехом обычно неизменна: то, что работало в прошлом, почти наверняка будет работать и впредь. Следовательно, мозг ящера создан отыскивать закономерности в том, что работало в прошлом.

Но в инвестировании таких правил нет. Например, должны ли мы покупать акции быстрорастущих компаний? Возможно, если только слишком много других инвесторов тоже не решат

скупать такие акции. Потому что при массовом спросе цена акций окажется завышенной и нам будет выгоднее продать их.

Инвестирование фундаментально отличается от многих первобытных задач. Инвестору лучше быть на шаг впереди других, а не делать то, что лучше всего помогало в прошлом. Поэтому отсутствует устойчивая связь между информацией и правильным образом действий. Это стремление быть на шаг впереди других — тех, кто стремится быть на шаг впереди вас — приводит к некоторым странным вещам.

Только в инвестировании можно произнести, например, такую фразу: «Как и ожидалось, прибыль *Microsoft* превысила ожидания на более чем ожидаемую величину. При торговле после закрытия биржи акции падают, потому что рост прибыли был меньше, чем все ожидали».

В инвестировании работает только одно правило: предугадать действия других инвесторов и выиграть за счет их поведения. Потому что инвесторы, выбирающие кажущийся естественным путь — или действующие согласно какому-нибудь устойчивому правилу, основанному на фундаментальных данных, — станут, скорее всего, жертвой.

Итак, инвестирование — это познавательная предельная ситуация, в которой мы, чтобы заработать деньги, должны сдерживать наши инстинкты. В отличие от нейтральных азартных игр, где правит случай, или первобытных проблем собирательства и охоты, финансовый успех означает необходимость подавлять наши «естественные», исходящие «изнутри», реакции.

Все иррациональные инвестиционные советы, изложенные в этой главе, направлены на то, чтобы помешать менее аналитическим частям нашего мозга определять наши финансовые решения. Другими словами, чтобы делать деньги, мы должны заковать наш мозг ящера в кандалы и выбросить ключ.

Инвестирование с закованным в кандалы мозгом ящера. Урок № 1. Если вы не Том Круз, не торгуйте эмоционально

При разборе полетов в фильме «Лучшие стрелки» Скитальца (роль Тома Круза) критикуют за рискованное управление самолетом. Гражданская контрактная служащая Шарлотта Блэквуд, которую еще называют Шарли (ее сыграла Келли Мак-Джиллис), говорит: «Вы выполнили штопорную бочку? Ни в коем случае нельзя было этого делать. Противник сидел прямо у вас на хвосте. О чем вы только думали, Скиталец?» На это ас ответил:

Там, наверху, у тебя нет времени думать. Если начнешь думать, ты погиб.

Скиталец — яркий пример инстинктивного пилота. Поскольку к летному делу у него природный талант, Скиталец выигрывает, используя нешаблонную тактику. Анализ выполненного им маневра (штопорной бочки) заканчивается так: «Скиталец сделал резкий вертикальный подъем, зашел в хвост противнику и расстрелял его ракетой. Он выиграл, но мы привели этот маневр в качестве примера того, чего нельзя делать».

Точно так же некоторые люди умеют делать деньги, руководствуясь инстинктом. В январе 1987 года мне довелось побывать в нью-йоркском офисе легендарного биржевого трейдера Пола Тюдора Джоунса II. Правда, самого хозяина не было на месте — он как раз летел чартерным рейсом в Калифорнию, на Суперкубок Национальной футбольной лиги.

Пол позвонил в офис, чтобы узнать последние биржевые новости. В те дни было сложнее постоянно держать руку на пульсе фондового рынка, поскольку Интернет был в зачаточном состоянии, а беспроводные технологии еще недостаточно развиты. Значит, когда Пол позвонил в свой офис из самолета, он еще не знал текущей биржевой информации.

В начале того дня Пол думал, что акции будут расти, а накануне он купил «под завязку» фьючерсов S&P. Поэтому когда он позвонил в офис, чтобы узнать биржевую ситуацию, для него высокий индекс означал бы крупную прибыль. Уже в начале телефонного разговора Пола порадовали хорошими новостями: рынок немного поднялся, и наш трейдер заработал несколько миллионов долларов.

Однако еще в процессе того телефонного разговора фондовый рынок начал резко падать. Услышав об изменении цен, Пол попросил переключить его на чикагский биржевой зал, где торговали фьючерсами S&P. Перекрикивая помехи, Пол отдал приказ: «Продавай все, сейчас же!» И буквально спустя несколько мгновений голос из Чикаго ответил, что вся позиция закрыта. Оперативно отреагировав на быстрые движения рынка, Пол успел продать все свои фьючерсы, заработав большие деньги.

Тогда меня удивило, что Пол проинструктировал Чикаго продать даже больше фьючерсов, чем у него было. Эта дополнительная продажа образовала короткую позицию, на которой наш проницательный трейдер заработал бы в случае дальнейшего падения рынка. Всего за несколько мгновений Пол отказался от масштабной и рентабельной игры на повышение акций и сыграл на том, что акции упадут. В течение следующих нескольких часов так и произошло, т. е. акции существенно подешевели, и Пол заработал еще несколько миллионов.

«Более бесстрашного маневра я еще не видел». Соперник Скитальца, Слайдер, прошептал эти слова о рискованной и успешной штопорной бочке сразу после того, как прозвучала официальная критика. О выполненной Полом Тюдором Джоунсом II мгновенной смене тактики — вместо игры на повышение он начал игру на понижение — я говорю: «Более бесстрашного торгового маневра я еще не видел».

В фильме «Лучшие стрелки» инструкторы предлагают другим пилотам учиться не у инстинктивного Скитальца,

а у бесстрастного пилота Снеговика (роль Вэла Килмера). Так же и мы не должны копировать метод Пола Тюдора Джоунса, даже если нам и хотелось бы торговать на бирже так же инстинктивно.

Вспомним профессора Одина из главы 3. Он обнаружил, что типичные инвесторы склонны поступать ошибочно. Непрофессионалы в исследовании Одина чаще всего покупали плохие акции и продавали хорошие. Таким инвесторам инстинктивный маневр «штопорная бочка» принесет скорее убытки, чем прибыль.

Профессор Один опубликовал еще одно исследование, подтвердившее его предыдущие выводы о том, что биржевая торговля опасна для кошельков большинства людей. Как и в предыдущей работе, во втором своем исследовании (выполненном в соавторстве с профессором Брэдом Барбером) профессор Один изучил брокерские счета тысяч индивидуальных инвесторов. Целью было проанализировать различия между мужчинами и женщинами; исследование получило провокационное название «Парни остаются парнями»[12].

В чем именно парни из этого исследования остаются парнями? Профессора Барбер и Один обнаружили, что изученные ими мужчины оказались как инвесторы хуже женщин. На каждом инвестированном долларе мужчины зарабатывали значительно меньше, чем женщины. Исследование причин этих гендерных различий показало, что мужчины совершали торговые операции на 45% чаще представительниц прекрасного пола.

Поскольку каждая операция сопряжена с затратами, то при прочих равных условиях чем чаще инвестор торгует, тем меньше денег у него будет по итогам года. Из-за этих дополнительных расходов мужчины и теряли больше. А как насчет выбора акций? Кто лучше выбирал акции — мужчины или женщины?

---

[12] Barber B.M., Odean T. Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment // *Quarterly Journal of Economics.* — 2001. — 116. — no. 1. — P. 261–292.

Совет на все времена

Как обнаружили профессора Один и Барбер, и мужчины, и женщины в равной степени плохо выбирали акции. В среднем каждая торговая операция приносила инвесторам большие убытки, чем бездеятельность. Финансовые результаты мужчин были хуже, чем у женщин, просто потому, что первые торговали чаще, чем вторые. Исследователи заключили: «Меньшая, чем у женщин, прибыль мужчин объясняется тем, что вторые чаще торгуют, а не тем, что они хуже выбирают акции».

Вывод. Никогда не торгуйте на фондовом рынке эмоционально, и вообще торгуйте как можно реже. Но если вы умеете торговать как Пол Тюдор Джоунс II или летать на реактивном истребителе как Скиталец, тогда вам никакие советы не нужны.

Урок № 2.
Никогда и никому не верьте, даже себе самому

Во время технологического «пузыря» конца 1990-х годов одним из лучших способов заработать было приобрести акции какой-нибудь компании в самом начале их первичного выпуска в открытую продажу. Самым известным таким шансом стали акции интернет-компании *theglobe.com*, в первый же день поднявшиеся в цене более чем на 600%.

Купив по цене предложения этих акций на 10 тыс. долл., можно было всего за несколько часов заработать 60 тыс. «Неплохая прибавка к пенсии!» Это уникальный случай, но и десятки других впервые представленных на рынке акций продемонстрировали гигантский рост в первый же день.

Как нам приобрести такие высокоприбыльные акции? В фильме «Американцы» (или «Дельцы», оригинальное название — «Glengarry Glen Ross») группа маклеров по недвижимости задается таким же вопросом. В сложной бизнес-среде, где продажи осуществляются с трудом, появляется Алек Болдуин, чтобы повысить мотивацию команды.

Он устраивает состязание: маклер, продавший за неделю больше других, получит доступ к вожделенной (и строго охраняемой) базе данных потенциальных клиентов риэлторской фирмы *Glengarry Glen Ross*. Она содержит имена и контактную информацию о людях, планирующих в ближайшем будущем покупать недвижимость. Очевидно, что для маклеров такие сведения — на вес золота, поэтому они охотятся за ними всеми законными и незаконными способами.

Во время биржевого «пузыря» люди делали все возможное, чтобы приобрести высокоприбыльные новые акции. Меня никогда не приглашали к разделу этого пирога, и я взирал на счастливчиков с завистью. Например, в первый день продажи акций *Etoys* моя знакомая Юдифь рассказала о каком-то своем приятеле, который заработал на этих ценных бумагах 20 тыс. долл. Расспрашивая дальше, я узнал, что эту блестящую операцию удачливый инвестор провел лишь благодаря своим контактам в компании. Другими словами, в среде акций-«пузырей» того времени большие деньги были результатом не торгового успеха, а просто подарком.

В конце апреля 2000 года у меня зазвонил телефон. Это Энди, мой биржевой брокер, предложил мне приобрести новые акции. Может быть, мне выпал шанс заработать легкие деньги, как маклерам фирмы *Glengarry Glen Ross*? Вряд ли. Энди предложил мне акции беспроводного проекта *AT&T*, которые котировались на бирже под символом AWE. Я мог купить новый выпуск по цене 29,5 долл. за акцию. Но я решил этого не делать.

Отчасти мое решение объясняется историей, которую я прочел в великолепной книге «Воспоминания биржевого спекулянта»[13]. Книга заполнена описаниями биржевых подвигов персонажа; его прототипом послужил знаменитый спекулянт Джесс Ливермор. В одном случае наш герой получил

[13] Лефевр Э. Воспоминания биржевого спекулянта. — М. : Олимп-Бизнес, 2007.

совет, внимательно выслушал и заработал хорошие деньги... поступив с точностью до наоборот.

Мне вспомнилась эта история, когда позвонил Энди с его акциями AWE. Почему вдруг он проявил такую заботу обо мне, хотя прежде никогда не предлагал никаких новых акций? На ум пришло множество объяснений, но ни одно из них не обещало заработка на этих акциях. Более того, будь я биржевым асом, я даже сыграл бы на их понижении и выполнил короткую продажу. Однако я поступил осторожнее — просто отклонил заманчивое предложение и стал внимательно следить за этими акциями.

И чем же закончился мой единственный шанс поучаствовать в игре с новыми первичными акциями? Они просто обвалились. После очень короткого и незначительного повышения их цены выше стартовой акции упали ниже пяти долларов. (Кстати, к концу фильма база данных *Glengarry Glen Ross* оказалась совершенно бесполезной; поэтому в определенном смысле мой шанс оказался повторением шанса, на который так рассчитывали маклеры по недвижимости.)

Из этого опыта можно вынести следующий урок: не слушайте ничьих советов. Интересно, что в число тех, кому не стоит доверять, входите и вы сами. А как вообще можно дать совет самому себе? И почему мы должны относиться скептически к собственным советам?

Вспомним, что наш мозг — не какая-то единая сущность; скорее, это «сообщество разума» (если использовать образное выражение профессора Массачусетсского технологического института Марвина Мински), разные части которого имеют разные, часто конкурирующие цели. В префронтальной коре находятся мыслительные, познавательные части, тогда как части, названные нами «мозгом ящера», расположены в других областях человеческого мозга. Вспомним также, что последние исследования в нейрологии указывают на мозг ящера как на виновника тех наших поступков, которые нередко приносят нам убытки.

ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

Когда мы собираемся провести коммерческую операцию, наш мозг ящера тут как тут со своим советом. Однако, как мы уже знаем, он, возможно. и обеспечивал нашим первобытным предкам отличную добычу на охоте, но маловероятно, что сегодня сделает нас богатыми. Вот почему к возникшему в нашем сознании порыву пойти на определенную сделку мы должны отнестись с подозрением. Спросим себя: основана ли эта идея на разумном, бесстрастном анализе? Или же она волшебным образом всплыла из какого-то неизвестного уголка нашего сознания?

Я нашел способ, помогающий определить источник такого порыва. Если я чувствую непреодолимое желание совершить коммерческую операцию и воспринимаю ее как свой скоротечный золотой шанс, то понимаю, что без мозга ящера здесь не обошлось. Поэтому во всех случаях (независимо от силы возникшего порыва) я выжидаю не меньше недели, прежде чем реализую возникшую торговую идею. Да, действительно, иногда из-за такого подхода я упускаю выгодные шансы, но зато избегаю многих ошибочных решений.

Вывод. Никогда не торгуйте на бирже, руководствуясь чьими-то советами. Даже к собственным порывам относитесь со скептицизмом. Никогда не торгуйте импульсивно, иначе последуете ошибочному совету от своего мозга ящера. Предусмотрите существенную выдержку времени между инвестиционной идеей и фактической операцией.

Урок № 3.
Неудачники усредняют «проигравших»

В главе 2 мы говорили о двух написанных от руки изречениях, которые я увидел над письменным столом Пола Тюдора Джоунса II в 1987 году. Вторая памятка гласила: «Неудачники усредняют "проигравших"».

Что это означает? Проанализируем в три шага. Во-первых, кто усредняет? Во-вторых, что такое «усреднять "проигравших"»? В-третьих, почему неудачники усредняют «проигравших»?

Усреднять инвестицию — значит докупать акции к существующей позиции. Например, я приступил к покупке акций *Microsoft* в начале 1990-х годов. Если учесть все разбивки акций, я заплатил примерно по два доллара за штуку. В течение следующих нескольких лет я покупал еще акции, и каждый раз по все более высокой цене (в конце концов она поднялась до 60 долл.). С каждой очередной покупкой средняя цена моих акций *Microsoft* менялась. В моем случае — выросла, поскольку в одном пакете оказались двухдолларовые акции с более дорогими. Итак, усреднение — это увеличение размера существующей инвестиции.

А усреднять «проигравших» (так называют акции, падающие в цене; акции, растущие в цене, получили название «победителей») — это дополнительно покупать инвестицию, упавшую в цене со времени начальной покупки. Если бы акции *Microsoft* упали и я купил бы дополнительные по меньшей цене, то я бы усреднил покупку «проигравших» в моем портфеле.

Итак, фраза «Неудачники усредняют "проигравших"» означает, что неумелые инвесторы (т. е. неудачники) продолжают покупать падающую инвестицию. Памятка Пола, по сути, говорит: продолжать покупать убыточную инвестицию — это выбрасывать деньги на ветер. Фраза «неудачники усредняют "проигравших"» стала одним из самых известных уроков в биржевой торговле. Это и урок номер один в «Воспоминаниях биржевого спекулянта».

Я поступал абсолютно неправильно. Хлопковые акции принесли мне убыток, но я их не продал. Пшеничные оказались прибыльными, а я их продал. Из всех биржевых ошибок не много найдется настолько же грубых, как

попытка усреднить проигрышную игру. Всегда продавайте то, что начало приносить вам убытки, и не продавайте то, что дает вам прибыль.

Сама мысль о том, что неудачники усредняют «проигравших», не нова («Воспоминания биржевого спекулянта» впервые были опубликованы в 1923 году). Новая здесь связь с наукой иррациональности. Профессор Канеман описал, как иррационально человеческая психология воспринимает потери. Как мы увидели в главе 2, наше поведение становится еще более иррациональным, когда мы сталкиваемся с потерей. Мы вдруг начинаем действовать эмоционально и рискованно, готовы заложить свой дом, лишь бы не признать себя побежденными. Как ни парадоксально, но наше инстинктивное желание избежать убытков приносит нам еще большие убытки.

Даже опытным трейдерам приходится бороться с желанием усреднять «проигравших». Вспоминаю один случай на эту тему, свидетелем которого я стал, когда работал в компании *Goldman, Sachs & Co.* Босс отдела корпорационных облигаций посещал каждого трейдера и проверял его решения о покупке и продаже. Список решений одного трейдера привел этого партнера в ярость. Он даже скомкал листки и гневно выбросил их в корзину для мусора (сегодня все списки готовятся на компьютере, но в 1987 году в ходу еще была бумага). Негодующим голосом партнер сказал: «Вы продали всех ваших "победителей", но оставили всех "проигравших". Требую, чтобы еще до конца дня вы продали всех "собак", или завтра можете не приходить на работу».

Даже великие и опытные трейдеры должны противиться своим порывам сохранить и усреднить «проигравших». Трейдер *Goldman, Sachs & Co.*, совершивший такой грех, был ветераном с восьмилетним опытом работы и зарабатывал, вероятно, не меньше миллиона долларов в год. Думаю, висевшая над рабочим столом Пола Тюдора Джоунса II памятка

«неудачники усредняют "проигравших"» — лучшее свидетельство того, что даже величайшим спекулянтам в истории нужно помнить об этом человеческом пороке.

Вывод. Никогда не усредняйте «проигравших». Дополнительно покупайте инвестицию, только когда (и если) ее стоимость возрастает.

Урок № 4.
Не используйте долларовое усреднение

Итак, лишь неудачники усредняют «проигравших». Поэтому те, кто согласны с этой формулой, не должны также инвестировать по схеме «долларовое усреднение». Что это такое и почему это тоже форма усреднения «проигравших»?

Вот как в статье, размещенной на инвестиционном веб-сайте Motley Fool («Шут»), описана данная схема.

> *Долларовое усреднение, возможно, и неплохой способ защиты от неустойчивого рынка. Это практика накапливать акции определенного вида, регулярно инвестируя фиксированную сумму в долларах независимо от того, поднимаются или падают акции в цене. Красота этой системы в том, что при падении цены вы за свою фиксированную сумму купите больше акций, а при росте — меньше.*

Бытует мнение, будто долларовое усреднение — превосходная схема инвестирования. Часто она принимает форму вычета из каждой зарплаты фиксированной суммы и покупки на нее акций.

Кажется, вполне разумно. Но на самом деле долларовое усреднение будет прибыльной стратегией лишь в том случае, если на вашу фиксированную сумму вы покупаете нечто,

постоянно растущее в цене. А каждое временное падение в цене на «бычьем» рынке оказывается выгодным шансом, и, как считает Motley Fool, «красота» в том, что в такие периоды инвесторы за одну и ту же сумму покупают больше акций.

Хотя схема долларовоего усреднения хорошо работает на «бычьем» рынке, при долгосрочном снижении она не выгодна. Представьте себе, например, что ожидает инвестора, применившего долларовое усреднение к акциям *Etoys*. Каждый месяц наш инвестор за одну и ту же сумму в долларах покупал бы все больше и больше падающих в цене акций. Казалось бы, чем плохо? — за исключением пустяка: в конце концов *Etoys* объявила о своем банкротстве, и в тот момент цена ее акций упала до нуля.

Долларовое усреднение плохо работает для падающих в цене инвестиций. Японский фондовый индекс Nikkei в 1989 году превышал 40 000, а 15 лет спустя упал до 12 000. Поэтому инвестор, применявший схему «иеновое усреднение» к японским акциям на протяжении последних 15 лет, на самом деле усреднял «проигравших»; другими словами, накапливал все большее количество убыточной инвестиции.

Даже если вы смотрите в будущее с оптимизмом и верите, что японские акции вырастут по сравнению с текущим уровнем, то лучше было бы покупать их сегодня. При этом вы заплатили бы за акции значительно меньше, чем по схеме усреднения, и избежали бы 15 депрессивных, убыточных лет.

Применять схему усреднения к падающему рынку — выбрасывать деньги на ветер. Тем не менее, схема долларового усреднения очень популярна. Почему? Потому что мозг ящера, который провел всю свою жизнь на «бычьем» рынке, очень любит долларовое усреднение. Впрочем, этот мозг любит все, что работало в прошлом.

В США долларовое усреднение применительно к акциям всегда оказывалось выгодным в долгосрочной перспективе. Потому что в истории страны акции всегда в конце концов

«выздоравливали» и поднимались до новых ценовых высот. Действительно, на протяжении 200 лет «бычьего» рынка, хотя и «подпорченного» несколькими экстремальными падениями, долларовое усреднение работало хорошо. Однако схема уже не будет прибыльной, если акции войдут в эру постоянного снижения. Падение цен на долгосрочном «медвежьем» рынке — это уже не просто временные неудачи, а промежуточные станции на пути к дальнейшему снижению.

Долларовое усреднение — это стратегия для «бычьего», т. е. растущего, рынка. Это то же самое, что пойти на охоту, зарядив ружье только на белку. Пока охотнику не встретится агрессивно настроенный медведь, все в порядке. Приобретать акции США с помощью схемы долларового усреднения — значит инвестировать, смотря в зеркало заднего вида. Хотя такая стратегия себя оправдывала на протяжении всей истории страны, это вовсе не значит, что она останется прибыльной и в будущем.

Вывод. Не используйте долларовое усреднение. Поскольку сейчас мы находимся на «медвежьем» рынке, оно является формой усреднения «проигравших». Помните: «проигравших» усредняют только неудачники. (Правда, если из каких-то секретных источников вы узнали, что нынешний рынок вовсе не «медвежий», а «бычий», то смело используйте долларовое усреднение, которое в таких счастливых обстоятельствах окажется усреднением «победителей».)

Урок № 5.
Не читайте сообщений от вашего взаимного инвестиционного фонда

В фильме «Остин Пауэрс» исполнитель главной роли Майк Майерс фотографирует кокетливого вида Ванессу (актриса Элизабет Херли). Щелкая затвором, Пауэрс одновременно щелкает пальцами и приговаривает: «Не обращай внимания

на мое щелканье пальцами, не обращай внимания». Уловка в том, что теперь, когда ее попросили игнорировать щелканье, Ванессе это сделать гораздо труднее. А в контексте фотосессии такой трюк помогает переключить внимание модели с фотоаппарата и своей позы на щелчки, поэтому девушка на снимках выглядит естественно.

В инвестировании наша неспособность игнорировать внешнюю информацию приносит нам убытки. Современные технологии позволяют нам получать информацию почти мгновенно. Благодаря финансовым телеканалам CNBC и Bloomberg TV каждый может быть в курсе последних событий. Отдельные инвесторы даже могут, вместе с профессионалами с Уолл-стрит, «присутствовать» на телеконференциях некоторых компаний.

В прежние времена информация попадала к инвесторам с большим опозданием. Рассмотрим, например, влияние сражения при Ватерлоо на британские финансовые рынки в 1815 году. Из первых сообщений о ходе битвы следовало, что победу одержит Наполеон, и это привело к резкому падению британских рынков.

Пока рынок падал, а продавцы паниковали, Натан Майер Ротшильд спокойно покупал. Спустя несколько дней новость о поражении Наполеона достигла Лондона, и рынок взлетел. А Ротшильд заработал очень приличные деньги[14].

Почему Ротшильд покупал, когда остальные продавали? Оказывается, он раньше других получал важную информацию о ходе битвы, которую ему доставляли через Ла-Манш тренированные почтовые голуби. Так Ротшильд узнал о поражении французов на несколько дней раньше других биржевых спекулянтов и с легкостью выиграл свою финансовую битву.

Можем ли все мы стать ротшильдами, если будем смотреть CNBC и участвовать в корпоративных телеконференциях?

---

[14] Morton F. The Rothschilds: Portrait of a Dynasty, переиздание. — New York: *Kodansha International*, 1998. — P. 48–50.

Для большинства людей — ответ «нет». Несмотря на правила, по которым фирмам теперь труднее сообщать информацию избирательно, к тому времени, когда новости становятся доступными для большинства людей, уже слишком поздно проводить выгодные биржевые операции.

«Проснись, приятель! Если ты не внутри, то ты за бортом». Так говорит Гордон Гекко (персонаж Майкла Дугласа) Баду Фоксу (роль Чарли Шина) в фильме «Уолл-стрит». Только те, кто имеют доступ к «внутренней», т. е. недоступной широкой публике, информации о корпорациях, торгуют на бирже с прибылью; и если вы не уверены, относитесь ли вы к числу избранных. то будьте уверены, что не относитесь.

Нет ничего хуже, чем торговать на основе новостей. На втором месте в списке худших занятий для инвестора — вообще слушать эти новости. Но людям почему-то очень сложно научиться игнорировать информацию.

Один известный эксперимент профессоров Канемана и Тверски продемонстрировал воздействие бесполезной информации на анализ. В ходе эксперимента участников попросили оценить процентное количество стран Африки в ООН. Прежде чем люди озвучили свои предположения, на их глазах с помощью колеса рулетки определили случайное число. Будь люди по своей природе рациональны, совершенно бесполезная информация, полученная случайным вращением рулетки, никак не повлияла бы на их анализ. В действительности же участники эксперимента не смогли проигнорировать эту информацию. Группа, увидевшая выпавшее на рулетке большое число, назвала и более высокий процент африканских стран в ООН, чем группа, увидевшая на рулетке меньшее число[15].

На нас влияет информация, не имеющая отношения к делу. Множеством различных экспериментов был продемонстрирован

---

[15] Tversky A., Kahneman D. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases // *Science*. — 1974. — 185. — P. 1124–1131.

«анкерный» эффект, когда человек не в состоянии игнорировать заведомо ненужную информацию. Зная это, стоит первым делать предложение на переговорах: независимо от его абсурдности, оно часто влияет на конечный результат.

Вспомните, неужели вы сами никогда не совершали убыточную операцию, поддавшись увещеваниям какой-нибудь «говорящей головы» на телевидении, даже если и не соглашались с услышанным анализом? Если да, то вы знаете, насколько сложно проигнорировать сообщение и во сколько порой обходится выполнение «ценных рекомендаций».

Игнорировать телевизионные новости — вот действительно полезный совет. Иногда даже лучше вообще не открывать конверт с сообщением от взаимного фонда, в который вы вложили свои свободные средства. Существуют факты, подтверждающие, что чем чаще люди анализируют свои инвестиционные успехи, тем эти успехи ниже[16]. Увидев убытки, мы под влиянием эмоций «выходим» из позиции. Как мы уже знаем, большинство операций — плохая идея, а эмоциональные операции — худшие из них.

Тем, кому не хватает духу игнорировать информацию, нужно просто избегать ее. Следует руководствоваться простым правилом: уровень восприятия информации должен соответствовать вашей торговой активности. Если вы дневной торговец (продаете и покупаете в течение одного торгового дня), то телевизор должен быть все время включен, а вы должны непрерывно следить за текущими биржевыми котировками. С другой стороны, если вы собираетесь в течение года всего несколько раз, не руководствуясь эмоциями, откорректировать свой инвестиционный портфель, то вам нужно как можно старательнее избегать информации.

Подозреваю, что инвестор, читающий только годовые отчеты, или даже только фермерский календарь, получит лучшие

---

[16] Thaler R., Tversky A. et al. The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking: An Experimental Test // *Quarterly Journal of Economics.* — 1997. — 112. — no. 2. — P. 647–661. *Quarterly Journal of Economics.* — 1997. — 112. — no. 2. — P. 647–661.

результаты, чем тот, кто подключен к вечерним телеконференциям, на которых обсуждают корпоративную прибыль.

Вывод. Знакомьтесь с финансовыми новостями не чаще, чем требуется для принятия решений. В течение дня не включайте телевизор и забудьте о своем инвестиционном портфеле.

Урок № 6.
Сдерживайте свои пагубные порывы

Нассим Николас Талеб, мой друг и автор книги «Обманутые случайностью», рассказал историю об одном своем бывшем клиенте. Некая швейцарская компания наняла фирму Нассима, чтобы создать застрахованную позицию. Операция включала одну швейцарскую и одну нешвейцарскую инвестиции.

Позиция держалась определенное время и была очень рентабельной. Несмотря на это, клиенты выражали недовольство. В целом они получали прибыль, но лишь за счет того, что прибыль от нешвейцарской инвестиции перекрывала убытки швейцарской. В упрощенном виде прибыль по данной позиции выглядела так:

Швейцарская инвестиция	УБЫТКИ
Нешвейцарская инвестиция	ПРИБЫЛЬ
Итого:	ПРИБЫЛЬ

Клиенты были не в силах видеть убытки, особенно потому, что убытки приносила их «родная» швейцарская инвестиция. Нассим пытался объяснить, что главное — это получить общую прибыль. Однако клиенты не успокоились до тех пор, пока Нассим не начал сообщать им состояние позиции сокращенным образом:

Итого:	ПРИБЫЛЬ

Теперь, когда клиенты не видели ненавистное им слово «убытки», они были очень довольны. Хотя подобное поведение выглядит глупо, профессор Ричард Тейлер показал, что такую форму иррациональности, по его определению, в «мысленном учете»[17] проявляют большинство людей. Например, мы, пользуясь нашей кредитной карточкой, берем в долг под грабительские 18% годовых, а в это время наши деньги заморожены на сберегательном счете всего под 2% годовых. Рациональный инвестор поступил бы иначе: он не вел бы два раздельных счета, а погашал бы долг по кредитке деньгами со сберегательного счета.

Даже когда отсутствуют реальные счета, люди склонны вести мысленный раздельный учет своих денег, что приводит к дорогостоящей иррациональности. Например, однажды вечером мы с Патрисией отправились по магазинам. В роскошном бутике *Sephora* она увидела какой-то дорогой косметический крем: небольшой тюбик стоил 135 долл.

«Ты собираешься купить этот крем?» — спросил я. Патрисия ответила утвердительно, но затем добавила: «Хотя нет. Сегодня я потратила слишком много денег. Поэтому куплю завтра утром». Патрисия мысленно вела учет своим дневным расходам. Из-за этого она вместо того, чтобы купить крем сразу же, была согласна потратить завтра дополнительное время, дополнительный бензин и еще раз заплатить за парковку машины.

Я тоже ничем не лучше других. Как и все люди, веду мысленный учет, и это иногда плохо влияло на мою инвестиционную деятельность. С начала 2002 года я покупаю акции нескольких золотодобывающих компаний. Я думал, что проводимая Федеральной резервной системой США политика «дешевых денег» (стимулирование экономического роста

---

[17] Thaler R. Mental Accounting and Consumer Choice // *Marketing Science*. — 4. — no. 3. — 1985. — P. 199–214.

с помощью низких процентных ставок) может привести к росту цен на золото, а это в свою очередь повысит прибыль золотодобытчиков. Поэтому часть своих свободных средств я разместил в таких акциях.

И чем же меня порадовали мои золотые инвестиции? Со времени первой покупки цена на золото выросла более чем на 50% и акции многих золотодобывающих компаний стали стоить вдвое больше. Значит, я был совершенно прав в своем решении покупать золото. Правда, в денежном выражении мои инвестиции принесли мне ровно нулевой доход.

Почему же действительность абсолютно разошлась с моим анализом? Дело в том, что я покупал золотые акции на счет, на котором не было больше ничего другого, кроме еще нескольких защищенных от инфляции облигаций. А золотые акции характеризуются высокой неустойчивостью. Поэтому каждый раз, когда золото падало в цене, стоимость моего счета резко сокращалась. У меня сдавали нервы, и я продавал акции в самый неподходящий момент.

Я нес убытки из-за одной формы мысленного учета. Золото служит страховкой против инфляции. Большинству из нас в мире с низкими ценами на золото экономически жилось бы намного лучше. Поэтому в периоды, когда золото дешевело, мои перспективы становились более радужными. В такие периоды моя общая позиция принимала следующий вид:

Инвестиция в золото	УБЫТКИ
Незолотые инвестиции	ПРИБЫЛЬ
Итого:	ПРИБЫЛЬ

Значит, если золото дешевеет, я должен быть доволен. Избавил меня от волнений тот же трюк, какой Нассим использовал для своих клиентов. Теперь я стал умнее и смотрю только на свою общую позицию. В прошлом я рассматривал каждый счет в отдельности, но сейчас заставляю себя применять

финансовое программное обеспечение, показывающее только общую позицию.

Значит, урок такой: мы должны сдерживать свои собственные пагубные порывы. Мы должны сдерживать разрушительную деятельность нашего мозга ящера. Другими словами, надо внимательно следить за тем, какая информация способна побудить нас принять эмоциональные решения.

Вывод. Рассматривайте свою финансовую позицию в целом. В частности, комбинируйте любые «оборонительные» позиции с другими инвестициями, которые защищены.

Урок № 7.
Когда включать максимальную скорость

Мой приятель Крис (с которым мы уже несколько раз встречались на страницах данной книги), ученый в области ракетостроения из Массачусетсского технологического института, великолепно, на мировом уровне, управляется с летающей тарелкой фрисби. В этом быстро приобретающем популярность виде спорта объединены элементы европейского и американского футбола.

Крис был ключевым членом бостонской команды «Смерть или слава» (также известной под сокращением *DoG*, т. е. «Пес»); за несколько лет здесь сформировалась целая плеяда игроков национального и международного уровня. На чемпионате мира 1996 года Крис забросил восемь голов, а его команда *DoG* обыграла Швецию со счетом 21:13; семь из своих голов Крис выполнил почти через все поле — в американском футболе такие попадания называют «длинной бомбой».

Как Крису удалось стать одним из ведущих нападающих в мире? Интересно, что хотя бомбардиру нужно перегнать защитника, успех Криса не был результатом скорости. Конечно, Крис бегает быстро, но обычно ему приходится играть против

еще более шустрых парней. Каким-то образом ему удается регулярно забрасывать голы, невзирая на более быстрых, чем он, защитников, и доминировать среди равных по скорости конкурентов.

Я спросил Криса, в чем его секрет. «Как ты обгоняешь людей, бегающих быстрее тебя?» И он ответил: «Благодаря способности выполнять по меньшей мере два разных движения. Если я получаю хотя бы небольшое преимущество по одному из них, полностью переключаюсь на него».

Крис почти никогда не бежит на полной скорости. Скорее, он выполняет обманные движения и внимательно следит, не появится ли возможность для прорыва. Например, Крис замечает, что защитник наклонился и не сумеет быстро отреагировать на его рывок в определенном направлении. Вот тут-то мой приятель и включает максимальную скорость.

В отличие от Криса, менее опытные игроки почти все время бегают, не щадя себя. Вроде бы очень стараются, но голы забрасывают не часто. Сил тратят много, а результат получается скромным.

В инвестировании наблюдается подобная ситуация. Многие люди склонны действовать на максимальной скорости, причем постоянно. Я имею в виду, что они каждый день рискуют максимальным капиталом. Действительно, стандартная рекомендация Уолл-стрит звучит так: большинство своих средств вкладывайте в акции. Но инвестор, следующий этому совету, по сути постоянно подвергает себя риску.

На «бычьих», т. е. растущих, рынках постоянно быть на максимальной скорости очень выгодно, но стоит рынку начать падать, как возникают серьезные проблемы. Вспомним, что Крис всегда имеет не меньше двух возможностей для дальнейшего движения. В отличие от него, инвесторы, постоянно подвергающие свои деньги риску, не сумеют в моменты иррационально низких цен купить дополнительные акции. Отдавшись одной стратегии, такие инвесторы лишают себя

возможности выгодно покупать, ведь у них уже нет двух жизнеспособных вариантов.

Важно отметить: постоянная игра на полной скорости приносит убытки не только в виде упущенных возможностей выгодной покупки. Также растет вероятность, что мозг ящера включится в самый неподходящий момент. Инвесторы теряют самообладание и начинают продавать в моменты отличных возможностей для покупки.

Из сказанного следует, что инвесторы должны иметь финансовый резерв, а вводить в бой все свои средства позволительно лишь иногда и на короткое время. Такая инвестиционная философия позволяет человеку в любой момент покупать или продавать в зависимости от обстоятельств.

Подобные же уроки можно вынести из игры в покер. В Мировой серии покера действуют правила «без ограничений», позволяющие игрокам в любой момент рискнуть всеми своими средствами. Я заметил, что между превосходными и хорошими игроками существует методическое различие как раз в выборе момента игры ва-банк. Превосходные игроки рискуют всем лишь тогда, когда у них действительно высокие шансы на победу, а вот другие игроки часто пускаются во все тяжкие даже в отсутствие таких шансов.

Ключ к успеху в покере — знать, когда «открыть» карты, т. е. прекратить играть, даже если ваши хорошие карты толкают вас поднимать ставку. Великие игроки часто открывают даже очень хорошие карты. Они знают: лучше потерять несколько долларов, но остаться в игре. Слабые же игроки в покер идут ва-банк именно тогда, когда делать этого не следует.

Вывод. Оставайтесь на достаточно консервативной инвестиционной позиции, чтобы у вас, если другие инвесторы запаникуют и этим предоставят вам выгодный шанс, оставались возможности играть как с большим, так и с меньшим риском.

Тщательно выбирайте момент игры ва-банк, но также умейте быстро сбавить обороты.

Урок № 8.
Не берите ключ от мини-бара

Поселяясь в отель, я никогда не беру ключ от мини-бара. Не имея ключа, мне не нужно проявлять силу воли, чтобы поздно вечером противостоять искушению «заморить червячка» нездоровыми закусками, которыми заполнен гостиничный мини-бар. Я давно понял, что многих искушений лучше избегать, чем пытаться им противостоять.

И еще я заметил: некоторые отели уже отказались от мини-баров и кладут продукты прямо на стол. Так они обходят защиту «не брать ключ», к которой прибегают сознательные постояльцы. Но меня не так просто взять живым: я звоню вниз, на «ресепшн», и требую унести еду.

Однажды я прибыл в такой «хитрый» отель очень поздно, хотел лечь спать немедленно, поэтому не мог ждать, пока служащие унесут еду. Пришлось прибегнуть к частичным превентивным мерам: я накрыл шоколадные плитки и другие продукты полотенцем. Конечно, я знал, что закуски все еще в моем номере, но, по крайней мере, я их не видел.

Как мы уже убедились, наши инвестиционные инстинкты не согласуются с рыночными шансами. Именно те инвестиции, которые кажутся нам выгодными, принесут нам убытки, и наоборот. Этот факт приводит к парадоксальной ситуации, когда мы выигрываем как раз при меньшем количестве доступных вариантов. Вообще в жизни лучше иметь широкий выбор, но когда наши инстинкты ведут нас к неправильному выбору — как в случаях с нездоровыми закусками в мини-баре или эмоциональными инвестиционными решениями, — то для нас лучше выбирать из ограниченного количества альтернатив.

Такой взгляд («меньше или больше») на самоконтроль тесно связан с историей Одиссея и сирен. Когда Одиссей возвращался домой с Троянской войны, его путь пролегал мимо острова сирен. Песнь этих дев так пленительна, что моряки обычно плывут прямо на зов и гибнут, потому что их корабли разбиваются о прибрежные скалы.

Богиня Цирцея предупредила Одиссея об опасности и подсказала ему решение в следующем отрывке из «Одиссеи» .

Прежде всего ты сирен повстречаешь, которые пеньем
Всех обольщают людей, какой бы ни встретился с ними.
Кто, по незнанью приблизившись к ним, их голос услышит,
Тот не вернется домой никогда. Ни супруга, ни дети
Не побегут никогда ему с радостным криком навстречу.
Звонкою песнью своею его очаруют сирены,
Сидя на мягком лугу. Вокруг же огромные тлеют
Груды костей человечьих, обтянутых сморщенной кожей...
А если ты сам пожелаешь, то можешь послушать.
Пусть лишь товарищи, руки и ноги связав тебе крепко,
Стоя привяжут концами тебя к основанию мачты,
Чтоб наслаждаться ты мог, обеим внимая сиренам.
Если ж ты станешь просить и себя развязать им прикажешь,
Пусть они еще больше ремней на тебя намотают[18].

Последовав совету Цирцеи, Одиссей благополучно миновал остров сирен. Он велел привязать себя к мачте, а всем остальным людям на борту, чтобы они не слышали пения искусительниц, приказал заткнуть уши воском. Сам же Одиссей слышал сирен, но, будучи не в состоянии управлять кораблем или отдавать команды морякам, не приблизился

[18] Гомер. Одиссея, песнь двенадцатая. Перевод с древнегреческого В. Вересаева. — *Примеч. ред.*

к губительным берегам. Ограничив количество альтернатив, он достиг своей цели — спасти корабли и остаться в живых. Связав себе руки, Одиссей получил желаемое.

Вдохновленные этой историей, авторы научных работ о самоконтроле часто на примере «привязывания к мачте» объясняют, почему порой более узкий выбор обеспечивает лучший результат. Не будь у нас проблем с самоконтролем, более широкий выбор был бы всегда лучше.

Для многих людей финансовое «привязывание к мачте» очень полезно. Одна из главных проблем инвестирования — это наше желание слишком активно торговать. Почти все пострадали от этого желания, в том числе и я. При всей моей осведомленности о пагубности импульсивной торговли я каждый раз, наблюдая рынок, испытываю тягу поторговать.

Не полагаясь только на свою силу воли, я использовал определенное «привязывание к мачте», чтобы ограничить свою торговлю. Прежде всего, я положил большую часть финансовых активов моей семьи на брокерский счет с полным обслуживанием; в этом случае каждая биржевая операция биржевая обходится мне в 100 долл. Зачем же платить сотню за то, что можно купить гораздо дешевле? На это я отвечаю: 100 долл. уменьшают объем моей дорогостоящей торговли.

Раньше я держал небольшую сумму на счете фирмы, обслуживающей клиентов со скидкой — за каждую операцию она брала всего пять долларов. Когда мной овладевало желание поторговать, я уступал ему, но оперировал только в пределах суммы на этом «малом счете» с низкими комиссионными. Такая схема зашищала основную часть наших семейных денег. Однако эта схема не была идеальной.

Малыш Вако (актер Джин Уайлдер) в фильме «Сверкающие седла» имел сходную с моей проблему. Играя в шахматы с шерифом Бартом из Рок-Риджа (роль Кливона Литтла), Уайлдер сказал: «Это я раньше был знаменитым Малышом Вако». «Почему "был"?» — спросил шериф. В ответ Уайлдер

протянул свою правую руку, совершенно неподвижную. Шериф сказал, что это твердая рука меткого стрелка, но Вако протянул вторую руку, которая безудержно тряслась, и произнес: «Да, но я стреляю с левой».

Мой первый вариант «привязывания к мачте» все еще позволял мне «стрелять с левой». Даже на «малом счете» я ухитрялся торговать слишком много. Да, больших денежных потерь я при этом не нес, но времени такая торговля отнимала уйму, а потенциальная прибыль не стоила затраченных усилий. Через год таких экспериментов я закрыл этот «малый счет». Новое, более надежное «привязывание к мачте» завершилось полным успехом. Больше не имея возможности торговать с малой комиссией, я перестал торговать импульсивно.

Я предлагаю почти всем, за исключением асов биржевой торговли, устроить все так, чтобы исключить для себя возможность торговать импульсивно. Подбирать конкретную схему надо индивидуально для каждого человека. Многих людей и стодолларовая комиссия не удержит от импульсивной торговли, поэтому решение, подошедшее мне, окажется недейственным для другого человека.

Основная проблема метода «привязывания к мачте» в том, что всегда найдется кто-то, кому выгодно отвязать нас от мачты. Подобно тому, как гостиницам выгодно искушать постояльцев выложенными на стойку конфетами, всегда найдутся фирмы, которым выгодно «помогать» нам торговать. Мы должны достаточно искусно скомпоновать наши финансы, чтобы не было искушений принять ошибочные решения.

Я помог моему другу Дугу (вы его помните — миллионер и серфер) бросить курить. Мы заключили договор: как только Дуг хотя бы раз затянется, он заплатит мне 100 долл. штрафа. Более того, мой приятель обещал сразу же после этой единственной затяжки позвонить мне и признать свое поражение.

Договор мы заключили на один год, и Дуг действительно продержался все это время.

Почему такой глупый спор помог Дугу бросить курить? Дело в том, что оговоренное условие попало в уязвимое место психики моего приятеля. Мы с ним всегда немного соревновались друг с другом, поэтому ему претила мысль проиграть мне даже небольшую сумму. К тому же Дуг достаточно честен и не стал бы тайком от меня покуривать. Наконец, необходимость немедленно позвонить и признать свое поражение служила сильным сдерживающим фактором.

Мы уже знаем, что следует избегать эмоциональной торговли. А для этого надо так все устроить, чтобы эмоциональные операции стали просто невозможны. Конкретный способ финансового «привязывания к мачте» нужно подбирать каждому человеку отдельно.

Вывод. Те, кто торгуют слишком много, должны организовать свои финансы таким образом, чтобы импульсивные операции стали невозможны. Просто устраните искушение, а не пытайтесь ему противостоять.

Не торгуйте в красной зоне

«Все счастливые семьи похожи друг на друга, каждая несчастливая семья несчастлива по-своему». Так начинается роман «Анна Каренина» Льва Николаевича Толстого. Точно так же и все успешные трейдеры избегают саморазрушительных инвестиционных решений. Общий урок в том, чтобы сдерживать притаившийся в каждом из нас мозг ящера.

Все предложенные мною советы инвестору сводятся к тому, что надо уйти от мозга ящера и вернуться к рационализму. Хотя мозг ящера отлично приспособлен для привычной ящерам деятельности, такой как поиск пищи и тени, на финансовых рынках наши инстинкты становятся нашими врагами.

Мой друг Дэвид, торговец нефтяными акциями, научился избегать подобных ошибок, поэтому и сделал прекрасную и прибыльную карьеру. В главе 4 мы услышали один из секретов Дэвида — «я знаю, когда следует покупать, а когда — продавать». Однажды в 1980-е годы я узнал еще один профессиональный секрет моего друга. Чтобы выиграть от предполагаемого роста цены на нефть, я купил один фьючерсный контракт на 1000 баррелей. Иначе говоря, при росте цены на один цент я зарабатывал бы десять долларов.

Однако почти сразу же после этой моей покупки нефть стала дешеветь. Мои потери росли: 10 долл., 30 долл., 70 долл. и т. д. Совсем не весело. Более того, поскольку я был студентом, эти суммы составляли существенную часть моего общего денежного содержания на то время. В течение 30 минут я мучительно наблюдал за тем, как растут убытки по моей позиции; за это время мои потери достигли 200 долларов. Я повернулся к Дэвиду и сказал: «Надо уходить». А он ответил: «Я увел тебя уже давно. Просто было интересно посмотреть, насколько тебя хватит».

За долгие годы я узнал, что Дэвид почти всегда очень быстро уходит с падающей позиции; он и меня вывел из торгов почти сразу же. Он скорее понесет быстрые и небольшие потери, чем будет наблюдать, как его позиция пожирает его финансово и эмоционально. Кратко свою философию Дэвид формулирует так: «Я не торгую в красной зоне». Другими словами, он быстро покидает убыточные позиции (в красной зоне), но надолго задерживается на прибыльных (в черной зоне).

Не торгуйте в красной зоне.

Хотя Дэвид интерпретирует свою стратегию буквально как покидать убыточные позиции, я придерживаюсь более широкого взгляда. Я считаю, что люди не должны торговать в эмоциональной красной зоне. Как мы определим психологическую зону? Ответ находим в истории попыток законодательно ограничить порнографию. В 1964 году Верховный суд

рассматривал дело Якобеллиса против штата Огайо. Судья Поттер Стюарт писал, что не может дать четкое определение жесткой порнографии, но заявил: «Однако когда я ее вижу, то сразу понимаю, что это она»[19].

Точно так же не существует объективного определения эмоциональной красной зоны, но, думаю, попадая в нее, мы сразу это понимаем. Если определенная инвестиция приносит нам убытки, надо подумать об уходе. (Но думать, конечно же, не под влиянием эмоций.) «Используй Силу, Люк. Не сдерживай ее». Дух Оби-Ван Кеноби говорит, что Люк Скайвокер из «Звездных войн» сам узнает правильный ответ. Так же и умение избегать красной зоны у каждого человека свое. Однако результат должен быть одинаковым для всех.

Инвестор, избегающий красной зоны, обязан, например, уметь (1) уехать в отпуск на несколько недель и ни разу не поинтересоваться ситуацией на финансовых рынках, (2) увеличивать или уменьшать любую позицию, (3) спокойно наблюдать за резкими ценовыми скачками на рынках, не начиная при этом лихорадочно продавать или покупать, и (4) спать, не думая об инвестициях.

Тем, кому удастся разработать такую систему, позволяющую избегать красной зоны, никогда не придется принимать решения под влиянием собственных эмоций или рыночной динамики. Первый шаг к деньгам — не «пластмасса», а способность не позволить нашему мозгу ящера принимать эмоциональные и дорогостоящие инвестиционные решения. Задача не простая, поскольку мозг ящера, как и Майкла Джордана, нельзя остановить, а можно «только сдержать». Тот, кто начился сдерживать свой мозг ящера, уже сделал первый шаг в науке зарабатывать на подлых рынках.

---

[19] U.S. Supreme Court, Jacobellis v. Ohio, 378 U.S. 184 (1964).

СВОЕВРЕМЕННЫЙ СОВЕТ

Инвестирование на самом подлом из рынков



Поколение вознаграждения за риск

Во введении мы познакомились с Адамом, моим бывшим студентом из Гарвардской школы бизнеса, который спрашивал: «Во что мне инвестировать мои деньги?» В начале 1980-х годов я задавался тем же вопросом. В то время я жил на юге Калифорнии и много занимался серфингом с моим приятелем Гэри. Серферы гораздо больше времени проводят, покачиваясь на поверхности океана в ожидании волн, чем собственно катаясь на них. Мы с Гэри коротали ожидание в дискуссиях о том, как заработать деньги; я утверждал, что акции — лучшая инвестиция, но мой приятель отдавал предпочтение недвижимости.

В начале 1980-х годов мне так сильно нравились акции потому, что они были удивительно дешевы! Промышленный индекс Доу Джонса находился возле отметки 1000, и для самых прославленных компаний коэффициент цена/прибыль не превышал однозначного числа. Любовь же Гэри к недвижимости основывалась на соотношении спроса и предложения. В прибрежной зоне продается не так уж много жилья, тогда как с течением времени находится все больше желающих жить на солнечных пляжах, поэтому можно говорить о неограниченном спросе.

В нашей инвестиционной деятельности каждый из нас следовал своим убеждениям. Я вложил все свои деньги до последнего доллара в акции, тогда как Гэри разработал агрессивную систему приобретения недвижимого имущества. Как только он собирал очередную сумму для первого взноса, сразу покупал недвижимость для сдачи в аренду. Затем выжимал из нее максимальную арендную плату, одновременно минимизируя расходы (дело доходило до того, что он еженедельно лично выполнял уборку своей пляжной недвижимости, поэтому Гэри запомнился мне либо в костюме серфера, либо в комбинезоне уборщицы). Накопив достаточно денег для еще одного первого взноса, Гэри опять покупал недвижимость и так расширял свою империю.

И кто же оказался прав, Терри или Гэри? Что было выгоднее в начале 1980-х годов — инвестировать в акции или в недвижимость на юге Калифорнии? Акции выросли более чем на 1000%, тогда как стоимость земли росла более низкими темпами, хотя и постоянно. Значит, прав был я? Нет. Как мы увидели в главе 9, недвижимое имущество обеспечивает куда больший леверидж, чем акции. Значит, агрессивная стратегия Гэри — покупай как можно больше с помощью заемных средств — приносила ему куда большую прибыль, чем можно получить на акциях.

Хотя и Гэри, и я считали облигации недостаточно динамичными для нашего темперамента, они тоже приносили очень хорошую прибыль. В 1980 году инвестиция в облигации, особенно рискованная инвестиция в долгосрочные облигации, тоже щедро вознаграждалась.

В начале 1980-х годов выбрать правильную инвестицию было несложно. Росли все виды — акции, облигации, жилье. Поэтому единственной возможной ошибкой было бы избегать финансового риска. Для целого поколения американцев риск щедро вознаграждался. Как оказалось впоследствии, единственным способом понести убытки было просто не участвовать

в игре. Поэтому в 1980 году Адам на свой вопрос получил бы четкий ответ: бери в долг как можно больше, рискуй, насколько достанет духу, и греби деньги лопатой. В наши дни бытует мнение, что и сейчас риск остается для терпеливых инвесторов надежным способом хорошо заработать. Но так ли это?

«Бычий» рынок на всю жизнь?

Известное китайское проклятие звучит так: «Чтобы ты жил в эпоху перемен». Причудливый аспект человеческой натуры заключается в том, что, живя во времена перемен, мы считаем эти времена нормальными. Международный человек-загадка Остин Пауэрс столкнулся с вариантом этой проблемы.

В 1967 году Остина Пауэрса (актер Майк Майерс) подвергли криогенному замораживанию, чтобы когда-нибудь вернуть к жизни, если суперзлодей доктор Зло (тоже замороженный и тоже сыгранный Майком Майерсом) опять начнет угрожать миру. Спустя десятилетия, когда угроза стала реальностью, Остин под наблюдением ученых оттаял. Элизабет Херли, играющая «дерзкую девчонку» агента Кенсингтон, стала партнером недавно размороженного супершпиона.

Агент Кенсингтон представилась так: «Мистер Пауэрс, мне поручено акклиматизировать вас в девяностых. Знаете, с 1967 года многое изменилось».

На что Остин ответил: «Не сомневаюсь, дорогуша, но пока люди занимаются беспорядочным и незащищенным сексом с разными незнакомыми партнерами, одновременно экспериментируя с расширяющими сознание препаратами, нисколько не заботясь о последствиях, я буду везде в своей тарелке!»

Юмор в том, что отношение к сексу и наркотикам, считавшееся нормой в 1960-е годы, воспринимается как ненормальное в 1990-е. И 1960-е годы в этом плане не уникальны. Современное общество меняется очень быстро, а мы созданы так, что постоянно не поспеваем за переменами, думая, будто

причуда современного поколения — это постоянная черта человеческого существования.

Как и другие аспекты человеческой натуры, наша склонность недооценивать перемены, возможно, отражает наше первобытное прошлое. На протяжении десятков тысяч лет, по крайней мере до возникновения сельского хозяйства, наши предки жили в мире, в котором многие важные характеристики никогда не менялись.

Человеческая вера в то, что будущее подобно прошлому, возможно, помогала нашим пещерным предкам, но в современном быстро меняющемся обществе она уже почти не работает. Еще хуже она работает на финансовых рынках, где сегодняшнее увлечение завтра способно привести к поражению. Как обнаружил мой друг Мэтт, крайне важно правильно оценить текущую ситуацию.

Несколько лет назад у Мэтта был романтический ужин в Будапеште, в ресторане на берегу реки Дунай. К столику приблизился скрипач, играющий очень эмоционально. Закончив играть, музыкант спросил, не желает ли Мэтт заказать какое-нибудь произведение. Пытаясь поразить очаровательную спутницу своим кругозором, Мэтт попросил: «Голубой Дунай». На что скрипач с улыбкой ответил: «Он только что был».

Так же и мы, будь у нас возможность заказать инвестиционный климат по своему вкусу, попросили бы для себя активный «бычий» рынок акций, облигаций и недвижимости. Нам нравится среда, в которой финансовый риск вознаграждается почти независимо от вида инвестиций (в такой среде даже серферы становятся богатыми). Но в ответ на просьбу о таком инвестиционном климате мы бы услышали: «Он только что был».

Лишь недавно закончился нетипичный и недолговечный финансовый период. В последние десятилетия акции росли в цене со скоростью, почти втрое превышающей их естественный предел. Процентные ставки упали почти до нуля, что разогрело рынок недвижимости дешевой ипотекой. Наконец,

при нашем масштабном торговом дефиците мы берем в долг достаточно много, чтобы дядю Сэма по праву признать международным попрошайкой.

Ни одна из этих тенденций недолговечна. Правда, сами по себе необходимые перемены не означают ничего зловещего. Теоретически возможно, что акции будут бесконечно (хотя и медленно) дорожать, процентные ставки — оставаться низкими (даже если больше не упадут на значительную величину), а наш переход от торгового дефицита к положительному торговому балансу приведет к большей занятости (даже если это и означает более низкие реальные зарплаты).

Опасность кроется не в предстоящих макроэкономических переменах, а в нашей психологии. Как размороженный Остин Пауэрс был поражен быстротечностью культуры 1960-х годов, так и нам сложно смириться с недолговечными фактами нашего мира. *Экономическая* правда состоит в том, что финансовое будущее отличается от сказочной страны прошлого поколения в худшую сторону. Однако *психологическая* правда такова: большинство из нас призн*а*ют эту перемену лишь после того, как она произойдет и когда уже будет слишком поздно искать прибыль.

Финансовая среда наших дней — это криптонит для мозга ящера. Как Супермен был уязвим только для криптонита, так и мозг ящера порождает для нас проблемы только при завершении каких-нибудь мощных тенденций. Смотрящий в прошлое мозг ящера оказывается в тупике, когда закономерности не повторяются. Золотое поколение вознаграждения за риск подготовило нам финансовые потери. Поскольку нашему мозгу ящера предстоит столкнуться с экономической необходимостью, мы имеем дело с самыми подлыми из рынков.

Настало время идти на меньший финансовый риск?

«Когда вы исключили все невозможное, то оставшееся, каким бы невероятным оно ни казалось, должно быть правдой». — Шерлок Холмс

На вопрос Адама книга «Подлые рынки» отвечает, что ни один из трех крупных инвестиционных вариантов — акции, облигации, недвижимость — не обещает сегодня крупной прибыли. Исходя из макроэкономического анализа, мы даем этим традиционным инвестициям оценку в диапазоне от «справедливая стоимость» до «дорогостоящая». Важно отметить, что ни один из вариантов нельзя назвать дешевым.

Правда, хотя ни один из этих инвестиционных вариантов не выглядит дешевым, стандартный экономический анализ не обнаруживает и того, что они слишком переоценены. Поэтому делаем вывод: нас ждет относительно мягкий инвестиционный климат.

Таков прогноз на основе стандартного экономического анализа. Однако наука иррациональности приходит к более пессимистическим выводам. Мы созданы делать то, что работало в прошлом, а в самом недавнем прошлом мы пережили удивительный период щедрого вознаграждения за финансовый риск. Мало того, возможный единственный путь к успешному будущему лежит через то, что никто не любит. А что же сегодня любят все? Риск. Уолл-стрит, общественное мнение, экономисты, как неоклассические («рациональная» школа), так и бихевиористы («иррациональная» школа), — все считают, что и в наше время финансовый риск оправдан и будет вознагражден.

В рассказе «Серебряный» Шерлок Холмс раскрывает преступление необычным образом. Коллега знаменитого детектива, инспектор Грегори, спрашивает: «На какой еше факт вы предлагаете мне обратить внимание?» Холмс отвечает: «На странное поведение собаки ночью». На что инспектор Грегори

возразил: «Но собака ночью ничего не делала». «Вот это-то и странно», — заключает Холмс.

Шерлок Холмс раскрыл преступление благодаря «собаке, которая не лаяла». Подобным образом книга «Подлые рынки» заключает, что сегодня лучший финансовый подход — это уменьшать риск. Данная мысль противоречит общепринятому мнению. В самой основе гипотезы эффективных рынков лежит концепция о том, что инвесторы, стремящиеся к высокой прибыли, должны соглашаться на высокий риск.

Возможно, текущую финансовую дилемму разрешит «инвестиция, невыгодная сегодня». Поскольку рынки иногда крайне иррациональны, уравнение «вознаграждение за риск» можно повернуть на 180°. И именно сейчас пришло такое время, как следует из анализа, изложенного в данной книге. Низкорискованнаяые инвестиции, даже те, которые сегодня почти не приносят прибыли, могут оказаться долгосрочным путем к богатству.

Финансовый успех требует притаиться на низкорискованной позиции до тех пор, пока рынки не станут иррационально дешевыми. Когда финансовый мир преисполнен пессимизма и одни инвесторы распродают свои рискованные активы, другие, мудрые инвесторы, подготовившиеся к новой ситуации, могут отлично заработать.

Итак, книга «Подлые рынки и мозг ящера» на вопрос Адама дает такой ответ: каждый из нас должен выбрать для себя финансовый риск, который значительно ниже комфортного для нас уровня. На протяжении последних 20 лет наш мозг яшера дурачила высокая, но не вечная прибыль. Поэтому сегодня мы, возможно, имеем слишком оптимистический взгляд на наш мир. Мы подвергаем себя большему финансовому риску, чем думаем, и большинство из нас идут на больший риск, чем тот, на который мы согласились бы, если бы наш мозг ящера позволил увидеть окружающий мир не через розовые очки.

Читателям, готовым прислушаться к совету нашей книги «Подлые рынки и мозг ящера» о снижении финансового риска, мы предлагаем немедленно сделать следующие восемь шагов.

Шаг № 1 для снижения риска. Размещайте больше денег в низкорискованных активах

Продайте часть своих акций. Переведите деньги из акций роста в стоимостные акции. Повышайте долю наличных денег и краткосрочных ценных бумаг.

Шаг № 2 для снижения риска. Покупайте активы, защищенные от инфляцяи и дефляции

Купите защищенные от инфляции облигации в форме казначейских ценных бумаг с защитой от инфляции или сберегательных облигаций США I серии. Покупайте акции компаний, производящих товары, способные вырасти в цене (например, фармацевтических компаний. нефтедобывающих).

Шаг № 3 для снижения риска. Покупайте краткосрочные облигации

Покупайте облигации, у которых скоро наступит срок погашения. Продайте долгосрочные облигации.

Шаг № 4 для снижения риска. Живите в меньшем доме

Владейте домом, который дешевле того, в котором вы планируете жить через пять лет.

Шаг № 5 для снижения риска. Используйте ипотечный кредит с фиксированной ставкой

Ипотека с плавающей ставкой рискованна.

Шаг № 6 для снижения риска. Инвестируйте в другие валюты

Покупайте облигации в евро или японских иенах. Покупайте акции компаний, много зарабатывающих за пределами США.

Шаг №7 для снижения риска. Верните все свои долги

Вознаграждение приходит к тому, у кого крепкая финансовая структура, позволяющая противостоять враждебным обстоятельствам (и даже зарабатывать на них). Поэтому уменьшайте свои долги, чтобы укрепить свою позицию.

Шаг № 8 для снижения риска. Ищите работу со стабильной зарплатой

Сейчас, возможно, не самое лучшее время увольняться со скучной, но стабильной работы, чтобы открыть свой ресторан или устроиться в начинающую компанию.

Риск низкорискованных инвестиций

Рекомендация книги «Подлые рынки» о снижении финансового риска основана на трех макроэкономических истинах.

1. Цены на акцияи не могут вечно расти быстрее, чем вся экономика.
2. Процентные ставки не могут опуститься ниже нуля.
3. США не могут вечно жить с торговым дефицитом.

Хотя все три положения — неоспоримые факты, нам придется прибегнуть к экономическому прогнозированию, чтобы на их основе выбрать правильные, т. е. прибыльные, инвестиции. Но, как все мы хорошо знаем, смелые экономические прогнозы нередко приводят к ошибочным выводам.

В своей серии научно-фантастических книг «Академия» Айзек Азимов берется за куда более сложное дело, чем экономическое прогнозирование. Писатель утверждает, что так называемая «психоистория» поможет нам предсказать будущее общества. Психоистория — это «раздел математики, который изучает реакцию человеческих конгломератов на постоянные социально-экономические стимулы». Как утверждают психоисторики, общественные тенденции, в отличие от непредсказуемого

индивидуального поведения, можно спрогнозировать на основе законов вероятности.

Гэри Селдон, вымышленный психоисторик Азимова, точно предсказывает события на сотни лет вперед. В течение длительного времени после его смерти записанные комментарии великого Селдона воспроизводят для очередных поколений государственных руководителей по секретному графику, и точности этих прогнозов мог бы позавидовать даже Нострадамус. Но затем происходит событие, прямо противоположное предсказанию Селдона: Академия захвачена врагами.

Даже в романе не избежать ошибочных прогнозов! Почему герой Азимова промахнулся? Захватчиком Академии стал некий мутант по имени Мул. Исходя из теории вероятности, шанс появления такого лидера был настолько мал, что законы психоистории не уловили столь невероятного поворота событий.

Забавно, что в интернет-энциклопедии *Wikipedia* на «макроэкономику» указывает ссылка «см. также» в статье о психоистории Азимова. Подобно психоистории, экономическое прогнозирование особенно беспомощно в предсказании последствий новых и маловероятных событий. И если в экономике тоже должен быть свой «гибрид», т. е. маловероятное и неожиданное событие, на эту роль претендует рост производства, обусловленный информационными технологиями.

Информационные технологии глубоко затронули каждого. В моей собственной жизни их присутствие простирается от «работы в сфере знаний» до производства. В Гарвардской школе бизнеса ныне используется электронная учебная платформа для координации всей преподавательской деятельности и распространения учебных материалов среди студентов. Это значительно облегчило мою жизнь профессора. Все мои лекции прямо из моего кабинета загружаются в Сеть, и студенты получают к ним доступ из своих аудиторий. Теперь одним щелчком мыши можно раздать печатные материалы сотням студентов.

Более «жизненный» пример. Мой тесть Джоел работает в одной американской компании, производящей нечто материальное, а именно очень высококачественные фонарики (некоторые стоят сотни долларов). Однажды я пришел к тестю на завод и обнаружил гигантское помещение, заполненное интеллектуальными станками и... всего тремя рабочими. Люди обслуживают машины и подают в них сырье. При правильном подборе инструментов всего три человека способны изготовить огромное количество фонариков.

Сегодня каждый человек вспомнит такие примеры, и многие впечатляют гораздо больше, чем мои. День за днем, по бесчисленным направлениям, информационные технологии облегчают производство товаров и услуг. Как предсказывал великий экономист Джон Мейнард Кейнс рост производства на основе информационных технологий обещает человечеству в будущем возможность отдыхать при материальном изобилии.

Производительность способна излечить финансовые недуги Америки. Однако большинство тех, кто придерживаются самого пессимистического взгляда на наше финансовое будущее, указывают на крупные долги, которые мы имеем как отдельные лица и как граждане нашей страны. Известно, что рыночный провидец Билл Гросс из инвестиционной компании *PIMCO* спрогнозировал падение промышленного индекса Доу Джонса до 5000[1]. Свой пессимизм Гросс объясняет, среди прочего, общим долгом США, который — в сравнении с размером экономики — сегодня достиг максимальной в национальной истории величины и превысил даже долг, существовавший в 1920-е годы, памятные по экономическим «пузырям».

Еще пример. Роберт Пречтер (известный аналитик фондового рынка, который использовал для подготовки своих прогнозов волновой принцип Элиота) во многих своих работах,

---

[1] Gross B. Dow 5,000 // PIMCO Investment Outlook .— 2002. — September.

включая книгу 2003 года «Преодолеть крах», приводит аналогичную статистику долгов. Пречтер не исключает возможность того, что индекс Доу Джонса вернется к значению 1000 или даже опустится еще ниже; на фоне этого прогноза Билл Гросс выглядит уже оптимистом[2].

Долги действительно огромны. Более того, многие аспекты нашей задолженности относительно новы. Первые «пластиковые» деньги, например, были изобретены только в 1950 году, но широкое распространение кредитные карты получили лишь после того, как в начале 1970-х годов на них появилась магнитная полоса[3]. Сегодня, когда кредитки используются повсеместно, почти все мы живем в долг и вынуждены постоянно его погашать. Такую жизнь взаймы мы привыкли считать вполне естественной. Однако специалисты по иррациональности и циклам указывают, что холодный экономический душ вполне способен излечить кредитных наркоманов и даже приучить их к бережливости. Задолженность нашего общества угрожает нашему процветанию. Подобно тому, как крайне маловероятные события опровергли законы психоистории, так и ненормально высокий уровень производительности способен защитить нас от кажущихся неизбежными последствий нашей задолженности.

Благодаря схожему удачному событию я несколько лет назад без потерь выбрался из серьезной задолженности. Когда я был студентом и готовился получать степень доктора философии, *Progenics Pharmaceuticals* — компания, открыть которую я помогал и в которой затем работал президентом и финансовым директором — собиралась впервые выпустить в открытую продажу свои акции. Я при этом надеялся продать свой пакет и в одночасье превратиться из студента, которому по карману был только велосипед, в миллионера.

---

[2] Prechter R. Conquer the Crash: You Can Survive and Prosper in a Deflationary Depression. — Hoboken. NJ.: *John Wiley & Sons*, 2002. — P. 79.

[3] Diners Club, *www.dinersclub.com*.

Зная, что для рынков характерна неустойчивость, я решил до осени не считать своих цыплят. Или, по крайней мере, не растратить их. Поэтому собирался до тех пор, пока на моем банковском счете не появятся наличные, жить, как и прежде, скромно. Реализовать эти благие намерения оказалось невозможно. Мысленно я уже видел себя богачом, поэтому мои расходы стали расти как на дрожжах. Я часто брал такси, покупал дорогие деликатесы и позволял себе добираться до Нью-Йорка на самолете, а не на поезде. Очень скоро моя задолженность достигла нескольких тысяч долларов. Но я не очень переживал по этому поводу, ведь в ближайшем будущем собирался стать миллионером.

Через несколько месяцев неудачных попыток продать свои акции *Progenics* отказалась от этой идеи. Я остался у разбитого корыта: с долгами и пакетом акций, которые никого не интересовали. Примерно годом позже, окрыленная определенными успехами в бизнесе, *Progenics* возобновила процесс первичной публичной продажи акций. Я вновь пообещал себе жить бережливо, несмотря на грядущее богатство, и вновь у меня ничего не получилось. К счастью, в этот раз компания таки вышла на фондовый рынок, и я без труда погасил свои долги.

Если производительностьпродолжит расти с нынешней ненормально высокой скоростью, она, возможно, сделает для страны то же, что первичный выпуск акций *Progenics* сделал для меня. Если мы все собираемся за счет информационных технологий стать намного богаче, то есть смысл заранее использовать часть наших будущих миллионов. Поэтому высокие долги, характерные для нашего общества, и даже наш крупный торговый дефицит можно рассматривать как логическое предварительное расходование нашего будущего богатства.

Однако отрицательной альтернативой будет замедление роста производительности до исторических средних значений. При таком развитии событий мы так и останемся в долгах со всеми сопутствующими неприятностями. Значит, высокий

рост производительности просто необходим нам для того, чтобы разделаться с нашими долгами.

При достаточно высокой производительности финансовые активы останутся привлекательными. Такое возможно, хотя акции неспособны обогнать в росте экономику, процентные ставки больше неспособны снижаться, а Соединенные Штаты не смогут потреблять больше, чем производить. Поэтому производительность — единственный фундаментальный индикатор, за которым я намерен пристально наблюдать в ближайшие годы.

Консервативный инвестор (т. е. владелец низкорискованных инвестиций) подвергает себя риску пропустить этот вызванный ростом производительности экономический бум. Если финансовые рынки продолжат расти, низкорискованная инвестиционная стратегия обеспечит меньшую прибыль, чем высокорискованная.

Проблемы низкорискованных инвестиций

Один мой коллега, тоже преподаватель Гарварда, заканчивает свой курс о принятии решений двумя рекомендациями. Первая: если вы курите, бросьте. Вторая: постарайтесь обуздать свою алчность. Реализовать первую рекомендацию легче, чем вторую. Люди, перешедшие на низкорискованную стратегию, могут с огорчением обнаружить, что высокорискованные инвестиции, от которых они избавились, продолжают расти.

Лишь очень немногим из нас удается добиться успеха без задержек в пути. В начале существования моего биотехнологического проекта, *Progenics*, я познакомился с Полом Тюдором Джоунсом II, выдающимся инвестором. Он спросил меня, как дела, и я ответил, что все прекрасно. Он сидел, а я стоял по другую сторону его письменного стола. Пол встал, обошел стол, приблизился ко мне и как бы прижал меня к стене. «Будь готов, что тебя загонят на самый край пропасти — и то, если тебе повезет», — сказал мне великий инвестор.

Предсказание Пола сбылось, и на пути к успеху *Progenics* мы пережили несколько кризисов, включая два, когда мы были на шаг от банкротства и не знали, чем выплатить зарплату нашим работникам. Я испытал колоссальный стресс, особенно потому, что мы созвали ученых со всего мира и многие из них были с малолетними детьми. Во время одного такого эпизода, когда мы были близки к банкротству, у меня от стресса развилось очаговое облысение, и только уколами кортизона врачам удалось вернуть к жизни мои волосяные фолликулы.

Не менее стрессовой может быть и низкорискованная инвестиционная стратегия. Вы должны быть готовы к тому, что потребуются все ваши силы и самообладание. Почти наверняка будет время, когда все начнет казаться в розовых тонах. В такие моменты наша алчность побуждает нас идти на неоправданный риск. Но именно такие эмоциональные моменты, как мы уже узнали, меньше всего подходят для смены стратегии.

Если производительность по-прежнему будет существенно превышать исторические значения, а финансовый риск по-прежнему вознаграждаться, мы все выиграем. Даже те из нас, кто предпочел консервативный финансовый план. В розовом мире нас поджидают преимущества как прямые, так и косвенные. При этом наши возможности значительно расширятся, зарплаты вырастут, а принадлежащие нам активы поднимутся в стоимости.

От национального процветания выиграют даже консервативные инвесторы. Текущие прогнозы показывают, что выход на пенсию представителей поколения бэби-бума серьезно повысит давление на бюджет США. Дефицит годового бюджета, ныне составляющий около половины триллиона долларов, взлетит до нескольких триллионов. В таких условиях обязательно вырастут налоги, а вот государственная поддержка, такая как социальное обеспечение, напротив, уменьшится.

Производительность и процветание способны спасти нас от проблем, вызванных выходом на пенсию бэби-бумеров. Если

наши надежды оправдаются, то налоги будут меньше, государственная поддержка — весомее, а наши возможности — намного выше. Значит, при условии дальнейшего роста финансовых рынков даже те из нас, кто не имеет рискованных активов, останутся в выигрыше.

К несчастью, алчность, судя по всему, — неотъемлемая часть человеческой натуры. Этому чувству посвящена десятая заповедь: «Не желай дома ближнего твоего; не желай жены ближнего твоего, ни поля его, ни раба его, ни рабыни его, ни вола его, ни осла его, ни всякого скота его, ничего, что у ближнего твоего». Включение этого запрета в Библию подчеркивает мысль о том, что человеку присущи зависть и алчность.

Чтобы обуздать человеческую алчность, предлагаю рассматривать инвестиции под особым углом зрения. Например, считать низкорискованные инвестиции страховкой. Ведь никто не выражает недовольства, если ему не пришлось использовать свою автостраховку. Мы не жалеем об уплаченном небольшом взносе, если за весь год не попали ни в одно дорожное происшествие.

Мы будем довольны, если нашу страховку в виде низкорискованной инвестиционной стратегии нам не придется использовать. Другими словами, нам следует думать о наших низкорискованных инвестициях как о гарантии против некомфортного мира или о «неприкосновенном запасе сухого пороха» для тех моментов, когда цены становятся иррационально низкими. Такой подход полезен, однако проблему уменьшения риска не так легко решить, потому что наш мозг ящера возводит фундаментальные, психологические барьеры.

Барьер против низкорискованных инвестиций

Говорят, будто бы незадолго до окончания карьеры известного бихевиориста профессора Б.Ф. Скиннера группа студентов сыграла с ним шутку. Молодежь решила реализовать во время лекции следующий секретный план. Каждый раз, когда

профессор Скиннер шел влево, студенты дружно ему улыбались, а стоило ему начать перемещаться вправо, и все, недовольно нахмурившись, углублялись в свои конспекты.

К концу лекции преподаватель стоял у левой стены комнаты, буквально прижавшись к ней локтем. Тонкие сигналы, подаваемые студентами, «загнали» профессора Скиннера влево.

Центральное место в теории уважаемого ученого занимает мысль о том, что все животные, включая людей, учатся повторять приятные действия и избегать неприятных. В человеческом мозгу существует механизм «реакции на внешние раздражители», помогающий нам ориентироваться в нашем мире.

Я вспоминаю о своей собственной реакции на внешние раздражители всякий раз, когда еду в бостонский аэропорт. Как только я въезжаю в тоннель под портом, в моем воображении непроизвольно возникает полицейский, который остановил меня здесь за превышение скорости. Неприятное воспоминание о том, как я повернул за угол и «наткнулся» на вооруженного радаром полицейского, вынуждает меня сбрасывать скорость. Возможно, меня еще не раз оштрафуют за превышение скорости, но в этом месте — уже никогда.

Студенты профессора Скиннера сыграли с ним шутку. Спровоцировать реакцию на внешние раздражители могут и более тонкие стимулы, чем полицейский с сиреной или обожженная рука, коснувшаяся горячей плиты. Люди — существа общественные, и мы испытываем удовольствие или отрицательные эмоции от общения друг с другом. Выражением лица студенты «вознаграждали» преподавателя за движение влево и «наказывали» за движение вправо. Неосознанно профессор выбирал поведение, за которое его «вознаграждают», и избегал того, за которое «наказывают», и сам не заметил, как оказался прижатым к левой стене.

Профессор Скиннер придавал крайне большое значение тому, как вознаграждение и наказание формируют поведение, но при этом игнорировал роль мыслительных процессов. Хотя

сегодня ученые понимают различные нюансы поведения глубже, чем профессор Скиннер, никто не отрицает важность реакции на внешние раздражители. Нас, людей, роднит с животными некий «механизм» в мозгу, который учит нас повторять то, за что нас вознаграждали в прошлом.

Человеческая система реакции на внешние раздражители может порождать деструктивное поведение. Как-то я беседовал с одним излечившимся наркоманом. Он описал мне свой предыдущий образ жизни. Почти каждый вечер начинался в компании «единомышленников», пришедших на встречу с максимальным количеством денег, какое им удалось найти. Затем все ехали в наркопритон, где и предавались своему пороку.

Этим программа вечера не исчерпывалась. После первого наркопритона ехали во второй и, «отметившись» там, отправлялись в следующий, и так до тех пор, пока полностью не заканчивались деньги. Почти в каждом притоне есть женщины, дарящие свою «любовь» в обмен на наркотики. В начале вечера, когда деньги еще есть, наркотики плюс секс доставляют больше радости, чем наркотики без секса, и оправдывают дополнительные расходы. Однако позже, когда с деньгами уже туго, дополнительное удовольствие в виде секса себя не оправдывает, и последние деньги идут только на дурманящее зелье. И вот деньги полностью заканчиваются; все наркоманы заваливаются спать, где получится. А утро начинается с поиска денег, чтобы вечером можно было повторить вчерашний процесс.

Однажды ночью, высадив своих приятелей из машины, мой собеседник обнаружил на заднем сиденье забытую кем-то большую порцию наркотика. Он не мог поверить своему счастью, поэтому убеждался в нем весь остаток ночи. «Внешний раздражитель» оказался столь действенным, что в течение нескольких лет после счастливого происшествия мой собеседник всякий раз, выходя из машины, бросал взгляд на тот самый закуток заднего сиденья в тайной надежде вновь

обнаружить там заветную упаковку. Профессор Скиннер был бы доволен тем, как его теорию подтвердил случай с удачливым наркоманом, который продемонстрировал теоретически предсказанную реакцию на весомое вознаграждение.

Подобно наркоману, мы созданы искать вознаграждение в местах (как буквально, так и метафорически) наших прошлых радостей. Предположительно, эта система реакции на вознаграждение помогала нашим первобытным предкам выживать в их природной среде. Однако людей в индустриальных обществах, как и крыс в клетках, тяга к дофамину способна привести к серьезным проблемам.

В фильме «Остин Пауэрс» наш герой, международный человек-загадка, говорит: «Я боюсь только двух вещей, и одна из них — ядерная война». В системе человеческой реакции на внешние раздражители меня тоже пугают только две вещи, и одна из них — наркотическая зависимость. Подобно тому, как жизнь некоторых людей разрушается из-за пагубного влияния наркотиков, почти все мы теряем деньги из-за их влияния на наши финансы.

Мы все стремимся к высокому уровню дофамина как следствию успехов. Эта система формировала полезное поведение наших первобытных предков. Однако в финансовом мире она почти идеально приспособлена для того, чтобы порождать бедность. Инвестирование — изменчивая игра, в которой лучшая вчерашняя стратегия почти никогда не остается таковой сегодня. Итак, если наш мозг создан повторять успешное поведение, то финансовые рынки наказывают за такое поведение.

Люди, при выборе инвестиций реагирующие на положительные стимулы, делают то, что работало в прошлом, но не то, что будет работать завтра. Например, после мощного роста фондового рынка в 1990-е годы инвесторы в 2000 году вложили во взаимные инвестиционные фонды рекордные 309 млрд долл., будто специально подгадав к моменту, когда лопнул «пузырь» фондового рынка. «Наученные» горьким

опытом, за 2001–2002 годы американцы инвестировали в эти фонды всего 4 млрд долл. и... благополучно пропустили впечатляющее оздоровление фондового рынка в 2003 году. В 2003-м инвесторы вложили более 150 млрд долл. в инвестиционно-страховые фонды[4]. Но уже к июлю 2004-го поняли, что совершили ошибку. Направленная в прошлое система реакции на внешние на стимулы для инвестирования непригодна.

Целое поколение инвесторов получало за свой финансовый риск щедрое вознаграждение. Мозг ящера по своей природе хочет, чтобы и в дальнейшем такое поведение продолжалось. И это создает труднопреодолимый барьер для выбора низкорискованной финансовой стратегии.

Насколько низкий риск вы готовы выдержать?

Мои гарвардские пенсионные отчисления помещены в крупную инвестиционную компанию (выбрана Гарвардом). На своем веб-сайте эта компания дает рекомендации для каждого отдельного инвестора. Человек отвечает на ряд вопросов, включая вопросы об отношении к риску и о количестве времени, оставшегося до выхода на пенсию. Исходя из этих ответов, компьютерная программа советует человеку, сколько денег ему разместить в акциях, облигациях, а сколько держать в безрисковой наличности.

Мне компьютерный советник предложил разместить 80% моих пенсионных средств в акциях! Хотя я честно ответил на все вопросы, с такой рекомендацией я в корне не согласен. Почему же возникло расхождение во мнениях?

Стандартные инвестиционные рекомендации (и «моя» фирма в этом ничем не отличается от других) базируются на двух ключевых предпосылках. Во-первых, рынки эффективны. Во-вторых, поскольку рынки эффективны, то инвесторы,

---

[4] Институт инвестиционных компаний, *www.ici.org*, справочник за 2004 год, табл. 13, с. 122.

желающие получить много денег, должны идти на существенный риск. *И поскольку акции рискованны, то именно поэтому они якобы прибыльны.* (Это не я придумал такую странную логику.)

Значит, общепринято считать акции самыми доходными инвестициями, но с двумя оговорками. Инвесторы должны оставаться в игре длительное время, и они должны стойко переносить подъемы и спады фондового рынка. Вот почему при выдаче стандартных инвестиционных рекомендаций инвестору задают вопросы двух основных видов. Останется ли инвестор в игре надолго? Готов ли он смириться с ухабами на своем инвестиционном пути? Если да, то его выбор — акции, и как можно больше.

Будь рынки эффективны, что бы мне следовало делать? Я определенно остаюсь в инвестиционной игре длительное время. Более того, мне нравится неустойчивость рынка. Азарт, вызванный подъемами и спадами, столь силен, что я даже начинаю понимать нелогичное поведение импульсивных игроков.

Например, в своей книге «Двойной облом» Фредерик и Стивен Бартелми объяснили, как они проиграли все свои полученные в наследство 250 тыс. долл. По их словам, выигрывать лучше, чем проигрывать, но проигрывать лучше, чем вообще выйти из игры[5]. Хотя я не увлекаюсь азартными играми, я достаточно сильно люблю риск, чтобы понять странные приоритеты братьев Бартелми.

Значит, будь рынки эффективны, такой любитель риска, как я, имеющий в запасе много времени, должен бы покупать рискованные акции. Однако при неэффективных рынках можно делать хорошие деньги и без риска. Исследователи обнаружили продолжительные периоды времени, когда низкорискованные инвестиции приносили отличную прибыль.

---

[5] Barthelme F., Barthelme S. Double Dawn: Reflections on Gambling and Loss. — New York: *Houghton Mifflin*, 1999.

Вывод книги «Подлые рынки и мозг ящера»: сейчас мы живем как раз в один из таких периодов.

Если этот вывод правильный, то можно получать максимальную прибыль при минимальном риске. Самые безопасные инвестиции способны принести самую высокую прибыль.

Когда кто-то высказывает свое мнение, мне приходит на ум экономическая концепция «проявленного предпочтения». Это предупреждение нам о том, что нужно наблюдать за поведением и не обращать внимания на слова.

Несколько лет назад мой тесть Джоел узнал о проявленном предпочтении. Во время первых спадов, которые последовали за «пузырем» фондового рынка, я посоветовал тестю продать его акции через одну фирму по управлению финансами. Джоел сообщил этой фирме о своем намерении продать акции. Один из ее боссов позвонил моему тестю и спросил, почему он решил «выйти из игры в нижней точке». Однако Джоел задал встречный вопрос о том, во что этот босс инвестировал свои личные деньги, и услышал в ответ: «Довольно давно я держу их в наличности». Джоел повесил трубку и тихо выругался.

Подобный урок мы находим в фильме «Тусовщики» (или «Вечеринка свингеров»), где убитый горем Майк (актер Джон Фэвро) учится ритуалам свиданий у вкрадчивого Трента (также известного как Большой Т, его сыграл Винс Вон). Майк спрашивает: «После того как я возьму у женщины номер телефона, какую паузу мне выдержать, прежде чем позвонить?» На это Большой Т отвечает: «Если позвонишь слишком рано, спугнешь малышку, готовую к продолжению. Пожалуй, три дня — в самый раз». И тут Майк задал выявляющий предпочтения вопрос о правиле трех дней: а через сколько дней сам Большой Т звонит своим «малышкам»? «Через шесть», — разоблачил себя эксперт по свиданиям.

Поэтому читатели вправе спросить меня: а сам я последовал своему совету? И мой ответ: не совсем. Несмотря на мою искреннюю веру в то, что нужно выбирать низкорискованные

инвестиции, 10% моих денег все еще вложены в акции, включая акции нескольких полуавантюрных интернет-компаний. Почему? 10% в акциях — это минимальная величина риска, которую я эмоционально готов вынести в настоящее время.

Небольшой рискованной инвестицией я пытаюсь успокоить свой мозг ящера. В течение всей моей инвестиционной жизни рискованные инвестиции обеспечивали мне максимальную прибыль. Поэтому мой мозг ящера постоянно вспоминает те пьянящие дни, когда легкие деньги текли рекой. Хотя моя префронтальная кора пытается сдержать мозг ящера, 10% — это минимальная величина риска, на которую я готов пойти сегодня.

Серьезным испытанием для инвестиционной стратегии становятся ощущения человека в случае, когда она не работает. Если фондовый рынок стремительно растет, а мои низкорискованные инвестиции приносят мне близкий к нулю доход, то мой мозг ящера отчаянно кричит: «Глупец! Покупай акции!» В такие дни я просто вынужден часть своих денег вложить в акции, иначе мой мозг ящера вырвется из своей клетки и заставит меня приобрести рискованные инвестиции в самое неподходящее время.

Позвольте себе минимально приемлемый для вас риск. Это звучит прямо противоположно стандартным рекомендациям, основанным на представлении об эффективных рынках. В существующем только в нашем воображении мире эффективных рынков мы, чтобы получить высокую прибыль на фондовом рынке, должны идти на *максимально* приемлемый для нас риск. Однако в реальном мире сегодняшних подлых рынков нам, скорее, подойдет *минимально* приемлемый для нас риск.

Как заработать на мании и крахе

Книга «Подлые рынки и мозг ящера» утверждает, что у нас в стране сейчас сушествует «пузырь» нового вида. Хотя по отдельности акции, облигации и недвижимость еще не достигли

стадии «пузыря», последний заключается в готовности идти на риск. Поколение, получавшее за свой риск щедрое вознаграждение, приучило нас к азартным играм, и эта привязанность может нам дорого обойтись.

И вывод книги «Подлые рынки и мозг ящера» таков: большинству людей следует снизить свой уровень финансового риска. Наш мозг ящера. основываясь на опыте золотого поколения, рисковавшего не зря, подталкивает и нас, современное поколение, к рискованным инвестициям, которые прекрасно работали в течение длительного времени. Однако в наши дни, если нас не спасет рост производительности за счет информационной революции, рискованные инвестиции, вероятно, обернутся для нас большим разочарованием.

Будь люди теми рациональными, всегда с холодной головой роботами, что фигурируют в экономической теории, мы бы легко достигали своих финансовых целей. Но поскольку мы представляем собой прямо противоположное — эмоциональных существ, склонных к приступам иррационального настроения и безумным решениям, — финансовый успех дается нам нелегко. В частности, в нескольких ключевых сферах нам, чтобы с выгодой использовать финансовые шансы, необходимо полагаться на нашу человеческую природу.

Четыре секрета заработка на подлых рынках

1. Быть другим

Секрет в том, чтобы покупать, когда другие продают, и продавать, когда другие покупают. Другими словами, чтобы сделать деньги, надо выбирать непопулярное у большинства людей поведение.

Идти в направлении, противоположном выбранному основной массой инвесторов, нелегко, поскольку мы склонны делать то же, что и другие, мы хотим быть частью группы. Как показало одно исследование, социальная изоляция приносит

нам страдания. В ходе эксперимента три человека играли в компьютерную игру с виртуальным мячом, причем один из трех сидел в камере сканера мозга. Этому участнику сказали, что два других игрока реальны, но на самом деле они были смоделированы компьютером, а управлял ими экспериментатор.

Мозг исследовали при двух условиях: (1) третий участник включен в группу; (2) его «изгнали из общества». В первом случае реальный человек активно участвует в игре и ему часто передают виртуальный мяч. Во втором случае два виртуальных игрока передают мяч друг другу, игнорируя третьего.

Сканер ясно показал, что в мозгу «изгоя» происходит такая же электрическая активность, как и при реальной физической боли[6]. Значит, когда мы действуем иначе, чем большинство, нам приходится преодолевать наше желание стать частью группы.

В том же исследовании ученые обнаружили еще одну интересную закономерность. Люди, которые интенсивнее использовали свои познавательные способности, испытывали меньшие страдания. Точнее, у людей с более высоким уровнем мозговой активности в префронтальной коре была отмечена меньшая активность в центрах боли. Данный эксперимент подтвердил одну из главных тем нашей книги: чтобы добиться успеха, нужно использовать наши познавательные способности для контроля над нашим мозгом ящера.

2. Предпринимайте такие инвестиционные шаги, которые не провоцируют выработку дофамина

Еще один секрет успешного инвестора звучит парадоксально: покупать инвестиции, показавшие низкие результаты, и продавать инвестиции, показавшие высокие результаты. Мы, люди, как и животные, имеем мозговые центры, побуждающие

---

[6] Eisenberger N., Lieberman M. et al. Does Rejection Hurt? An fMRI Study of Social Exclusion // *Science*. — 302. — 2003. — P. 290–292.

нас повторять те действия, за которые в прошлом мы были каким-либо образом вознаграждены. Эту мысль в свое время сформулировал Б.Ф. Скиннер. Так, предложенная Скиннером система реакции на стимулы заставляет нас любить инвестиции, однажды принесшие нам деньги, и избегать тех, на которых мы потеряли свои кровные.

Наш мозг просто купается в дарящем наслаждение дофамине, когда мы предпринимаем успешные в прошлом действия. Спенсер Джонсон и Кеннет Бланшар изложили эту сентенцию в своем бестселлере «Who moved my cheese?» («Кто трогал мой сыр?»). В никогда не меняющемся мире проще всего найти сыр там, где мы находили его раньше. Однако в реальном, переменчивом мире лучше всего поискать сыр в каком-нибудь новом месте.

Финансовые рынки — это худшая среда для использования реакции на стимулы. Точно так же, как люди предпочитают прошлых победителей, они склонны покупать инвестиции, которые уже выросли, а не те, которые вырастут в будущем. Значит, для верных финансовых решений мы должны делать прямо противоположное тому, что приносило нам эмоциональное удовлетворение. Если мы хотим заработать, нам надо прервать нашу дофаминовую зависимость (по меньшей мере, в этой сфере нашей жизни) и для контроля над нашим поведением использовать наши познавательные способности.

Читателям, готовым следовать рекомендации книги «Подлые рынки и мозг ящера» о снижении финансового риска, придется делать прямо противоположное тому, что отлично работало для целого поколения.

3. Разработайте эмоционально реалистический финансовый план

Третий секрет заработка: понять наши ограничения и разработать финансовый план, который мы в состоянии реализовать.

В «Апологии Сократа» Платона Дельфийский оракул называет Сократа «мудрейшим из мужей». Но философ осознает

свои недостатки, поэтому спрашивает: «Как такое возможно?» После беседы с человеком, по общему мнению, блестящего ума, Сократ заключает: «Я не думаю, что кто-нибудь из нас двоих обладает прекрасными и глубокими познаниями; но я лучше него, потому что он ничего не знает, но думает, что знает, а я и не знаю ничего, и не думаю, что знаю».

Сократ потому мудрейший из людей, утверждает Платон, что осознает свои недостатки. Так же и успешным инвесторам следует осознавать свою собственную иррациональность.

В определенных необычных обстоятельствах люди иногда реализуют идеальный финансовый план. Например, в 1987 году один житель Массачусетса (пожелавший остаться неизвестным) купил 1000 акций *EMC* по 15,75 долл. за штуку. Он не продавал их 13 лет; за это время начальная тысяча превратилась в 48 тысяч (вследствие «сплита», т. е. разбивки акций на несколько бумаг с меньшим номиналом) по цене более чем 100 долл. каждая[7].

Все 13 лет этот инвестор терпеливо ждал своего часа, не получая прибыль, и превратил 16 тыс. долл. почти в пять миллионов. В отличие от него, большинство инвесторов допускают ошибку, слишком быстро забирая свою текущую прибыль и в итоге оставаясь с убытками.

Даже выдающиеся инвесторы склонны слишком быстро продавать своих «победителей», в то же время оставляя себе «проигравших». В 1940 году в своей классической посвященной инвестированию книге «Где яхты потребителей?» Фред Швеб-младший написал: «Когда умирает выдающийся и проницательный финансист и его душеприказчики открывают сейф, они обычно находят в самом дальнем углу пачки совершенно безнадежных ценных бумаг, даже названия которых уже давным-давно забыты»[8].

---

[7] Flaherty J. Buy and Forget' Pays Off Big // *New York Times*. — 2000. — December 3.

[8] Schweb F. Where Are the Customers' Yachts? or, a Good Hard Look at Wall Street. — New York: *Simon & Schuster*, 1940. — P. 26.

Как же нашему инвестору *EMC* удалось противостоять искушению использовать текущую прибыль? Оказалось, он просто забыл об этих своих акциях! В самом начале он купил 3000 акций и продал 2000, и забыл, что у него осталась еще тысяча. Вспомнил, только когда одно государственное учреждение уведомило его об «отсутствии каких-либо операций с Вашими ценными бумагами в течение длительного времени».

Если и мы вот так же не забудем о наших инвестициях на длительное время, нам придется бороться с собственными слабостями. Частая проблема заключается в том, что «идеальный» план у инвестора имеется, но затем человек, не в силах сдержаться, выполняет какую-нибудь эмоциональную операцию в самое неподходящее время. Поэтому я, согласно моему низкорискованному финансовому плану, держу в акциях достаточно денег, чтобы удовлетворять порывы моего мозга ящера. И каждый инвестор должен составить для себя индивидуальный финансовый план, в котором предусмотрены средства борьбы с минутными проявлениями иррациональности.

4. Достаточно твердо придерживайтесь своего плана

Когда я учился в средней школе, мой друг Пол на ежегодных легкоатлетических соревнованиях участвовал в забеге на самую длинную дистанцию — 600 ярдов (около 550 метров). А соперником моего однокашника был некто Джимми, предводитель школьных хулиганов и обидчик слабых. Мы с моими друзьями отчаянно желали победы Пола и, собравшись вокруг него за несколько минут до старта. ободряли как могли.

Пол понимал, какое значение его победа имеет для всех его друзей и вообще для расстановки сил в школе. И он сказал нам серьезным и спокойным тоном: «Не переживайте, если увидите, что я в начале дистанции отстану от него. Моя стратегия — зайти сзади. Будьте уверены, я выиграю».

Забег состоял из трех кругов, и Пол — как он и предупреждал — после первого круга, казалось, безнадежно отстал от

соперника. Совершенно уверенный в своей скорой победе, Джимми досрочно начал праздновать ее торжествующими жестами в сторону своих приятелей-хулиганов, находившихся в толпе болельщиков. Однако на последнем круге Пол прибавил в скорости и без труда обошел уставшего Джимми.

Джон Мейнард Кейнс однажды заметил, что рынки обычно остаются иррациональными дольше, чем длится период платежеспособности инвестора. Поэтому инвестор, желающий выгадать за счет иррациональности, должен быть готов длительное время идти в гонке в числе отстающих. Цель, конечно, в том, чтобы заработать в долгосрочной перспективе, для чего на некоторое время нужно отказаться от участия в группе лидеров.

Даже легендарному Уоррену Баффетту в конце 1990-х годов приходилось выдерживать насмешки за то, что он отказывался покупать акции компаний-«пузырей». Баффетт избегал слишком выросших в цене акций, которые перед тем, как «пузырь» лопнул, еще больше подорожали. Следовательно, он упустил эту недолговечную прибыль, и многие говорили, что Баффетт «потерял свою волшебную силу». Однако исключительная психологическая устойчивость этого выдающегося инвестора позволяет ему процветать длительное время. В отличие от большинства людей, он никогда не отклонялся от своего плана.

Приручить мозг ящера и превратить подлые рынки в выгодный шанс

Последовать совету книги «Подлые рынки и мозг ящера» и приручить свой мозг ящера нелегко. Более того, очень даже сложно. Но можно, и именно благодаря тому факту, что зарабатывать деньги трудно. Если бы зарабатывать за счет иррациональности других людей было легко, рыночных шансов не существовало бы.

Интересно, что для финансового успеха не требуются ни особые математические способности, ни коэффициент умственного

развития (IQ) уровня гениев. Нет, тут нужно нечто гораздо более редкое и трудное. Для заработка инвесторам не обойтись без того, что Дэн Гоулман назвал «эмоциональным интеллектом» (EQ).

> *Эмоциональный интеллект — это не данное нам от рождения и на всю оставшуюся жизнь качество. Это просто другой способ быть умным. Нужно знать свои чувства и использовать их для того, чтобы принимать правильные решения; умело управлять своими чувствами; использовать для собственной мотивации усердие и настойчивость; сохранять надежду, несмотря на разочарования; проявлять сочувствие и сострадание; общаться с людьми спокойно и уравновешенно; эффективно управлять своими отношениями*[9].

Как утверждает Гоулман, человеку для достижения своих жизненных целей нужен скорее эмоциональный интеллект, чем просто интеллект. Поэтому для успешного инвестирования тоже необходимо это чрезвычайно редкое качество — эмоциональный интеллект. Чтобы зарабатывать на крайностях рынков, нужно знать самого себя, быть уверенным в себе, терпеливым и психологически устойчивым. Успешному инвестору придется выдерживать насмешки и в течение длительного времени мириться с посредственными результатами своей финансовой деятельности.

«Выигранные деньги радуют вдвое сильнее, чем заработанные», — сказал Пол Ньюмен Тому Крузу в фильме «Цвет денег». Я от себя добавлю: деньги, полученные умным инвестированием, радуют гораздо больше, чем заработная плата.

Рынки иррациональны, и наш оглядывающийся назад, ищу-

---

[9] Goleman D. Emotional Intelligence: Why It Can Matter More Than IQ. — New York: *Bantam Books*, 1995.

щий закономерности мозг ящера подталкивает нас к потере денег. Инвесторы, позволяющие своему мозгу ящера принимать финансовые решения, обычно покупают на рыночном пике, а продают во время рыночного спада. Поскольку наши инстинкты совершенно не согласованы с финансовыми шансами, рынки часто оказываются подлыми.

Однако саму эту иррациональность рынков стоит рассматривать как шанс отлично заработать. Финансовый успех основан на использовании эмоционального интеллекта для обуздания мозга ящера. К счастью, свой EQ можно повысить усердием, самоанализом и дисциплиной. Поэтому любому инвестору, не жалеющему своих усилий для того, чтобы понять и приручить свой мозг ящера, удастся получить на подлых рынках и деньги, и моральное удовлетворение.

Предметный указатель

B

Barings Bank 53
Berkshire Hathaway 79

F

Fed-модель 234, 235

G

Goldman, Sachs & Co 334

J

Journal of Finance 78

M

MBA 101
Merrill Lynch & Co 248
Microsoft 233-234, 238, 243, 244, 248, 269, 334
Motley Fool 336

N

NASDAQ 70

P

PIMCO 365
Progenics Pharmaceuticals 366

R

RMB 183

S

Sun Microsystems 245

W

Wall Street Journal 256
Wikipedia 364

Y

Y2K («Проблема 2000 года») 245

A

абсолютное преимущество 263
Азимов, Айзек 363
актив 79
  низкорискованный 362
  финансовый 152
активное сальдо 166, 170, 183
активное сальдо платежного баланса 171, 180, 182
активность экономическая 133
акционер 79
акционерный капитал компании 32
акция 38, 66, 188, 196, 220, 238, 248,

269, 306, 324, 329, 345, 355, 356, 360, 363, 374
анализ экономический 360
аналитик
  финансовый 86
  фондового рынка 365
«анкерный» эффект 340
антропический принцип
  сильная форма 229
  слабая форма 229
арбитражная операция 189
аренда 356
арендатор 280
арендная плата 139, 275, 279, 283, 356
арендодатель 139
Аш, Соломон 89

Б

база данных 330, 331
баланс
  платежный 176
  положительный 162
балансовая стоимость 241
банк 177
банковский депозит 66
банкротство 90, 235, 290, 336, 369
Барбер, Брэд 328
бартер 129, 130
бартерная экономика 129
Баффетт, Уоррен 8, 79, 80, 383
Башелье, Луи 64
безработица 115, 186
Бейкер, Джордж 26
Бернстейн, Ричард 248
Берра, Йоги 144
беспроводная технология 326
бизнес-среда 329
биржевой трейдер 93
бихевиорист 370
бихевиористская экономическая школа 18, 30, 47, 58, 77, 142
Бориш, Питер 217, 219
Бреттон-Вудское соглашение 133, 164, 171
брокер 91
брокер биржевой 289, 330
брокерский счет 328
  с полным обслуживанием 349
Буш, Джордж 16
«быки» 248
«бычья» позиция 248
бюджет 369

В

валовой внутренний продукт, ВВП 201, 202
валюта 8, 132
  иностранная 152
  национальная 179, 182
валютные колебания 252
валютный курс 169, 185
  номинальный 168
  реальный 168
валютный эксперт 184
Великая депрессия 75, 143, 150, 164, 209, 210, 222, 262
величина
  вероятностная 317

частотная 317
взаимный инвестиционный фонд 192, 218, 252, 337, 340, 373
внебиржевая котировка 297
внутренняя корпоративная информация 339
возможность рыночная 84, 87
Волкер, Пол 145, 153
волновой принцип Элиота 365
высокорискованная инвестиционная стратегия 368

Г

Газзанига, Майкл 42
Гарвардская школа бизнеса 13, 26, 27, 31, 83, 126, 140, 176, 355, 364
Гарвардский университет 8, 143, 206, 266, 269
гендерные различия 328
гиперинфляция 123, 137, 226
гипотеза 81
гипотеза эффективных рынков 24, 63-68, 71, 75-78, 80, 81, 262, 308, 361
глобальная экономика 123, 243
государственная форма собственности 226
государственное учреждение 106
государственные заимствования 113
государственный долг 99
Гоулман, Дэн 384
Гринспэн, Алан 69, 150, 203
Гросс, Билл 365, 366
Гут, Вернер 48
Гэлбрейт, Джон Кеннет 239

Д

Дарвин, Чарльз 117
дебитор 179
де Бон, Вернер 77-78
девальвация 166, 173
денежная иллюзия 141-142
денежная масса 149, 151
деньги 130
бумажные 133, 139
декретные 133
идеальные 131. 144
товарные 139
депрессия 150
гиперинфляционная 150
дефляционная 150
депрессия экономическая 239
дефицит 21
баланса 180
бюджетный 21, 99, 115, 122, 198-200, 203
платежного баланса 163, 173, 175, 182
платежный 165, 170, 171, 176, 186
текущий платежный 165. 167
торговый 249
дефляция 140, 142, 151, 249, 360
дефолт 175, 177, 178, 202
Джоунс II, Пол Тюдор 46, 49, 324, 325, 327, 330, 332, 366
диверсификация вложений 215
дивиденд 74. 218, 233, 237, 250, 256, 272
дисбаланс платежный 164
дисконтированная стоимость 69

дневной торговец 340
догма рыночной эффективности 83
долг 176
  внешний 176
  международный 176
долгосрочная облигация 189
долгосрочный взаимный фонд 258
должник 176
домохозяйство 291
дотком 88
дофамин 373, 379, 380
доход 177
драгоценные металлы 85, 86
евро 362
еврозона 182
еврооблигация 185

Ж

женьминьби («народные деньги») 183
жесткость зарплаты 143

З

загадка премии по акциям 191
заемные средства 290, 356
заемщик 177
заимодавец 215
закладная 215
закон 364
  вероятности 364
  рыночный 63
закономерность 56, 319, 320, 324, 359, 385
заработная плата 140, 258
застрахованная позиция 341
защита от инфляции 273
земледелие 322
золотая лихорадка 85
золото 8, 133, 220, 307
золотодобыча 133
золотой стандарт 133
золотые жуки 221

И

игра
  на повышение 327
  на понижение 203, 327, 331
Ид (бессознательное) 39
избыточный эффект 266
издержки операционные 217
импорт 71, 167
инвестирование 123, 218, 324, 325, 335, 338, 345, 374
инвестиционная деятельность 9, 37, 92, 116, 356
инвестиционная компания 15, 93, 374
инвестиционная рекомендация 248, 374
инвестиционная стратегия 56
  низкорискованная 368-370
инвестиционное поведение 218
инвестиционное решение 9, 76, 81, 222, 347, 353
инвестиционно-страховой фонд 374
инвестиционный банк 13, 15

инвестиционный климат 358, 360
инвестиционный мир 241
инвестиционный портфель 65, 74, 341
инвестиционный проект 172
инвестиционный фонд 79
инвестиция 66, 92, 175, 188, 235, 248, 262, 307, 353, 355-356, 382
  в недвижимость 272
  высокорискованная 368
  долгосрочная 150
  капитальная 109
  низкорискованная 361, 363, 370, 375-377
  финансовая 188
инвестор 9, 13, 59, 66, 75, 196, 220, 221, 226, 239, 240, 293, 324, 328, 338, 345, 361, 374, 382, 383
  консервативный 368, 369
  профессиональный 90
  фондовый 254
  частный 16
индекс 114
  NASDAQ 98, 234, 258, 297
  S&P 500 79, 116, 235, 237, 239, 258, 270
индивидуальный финансовый план 382
индустриальное общество 11
инстинкт 325
Институт инвестиционных компаний 16, 73, 74, 213, 374
Интернет 326
интернет-компания 377
инфляция 124, 136, 142, 149, 152, 154, 180, 197, 204, 214, 220, 251, 267, 272, 284, 362
информационная технология 98, 121, 364, 367
информационный шум 56
ипотека 155, 358
  с плавающей ставкой 292, 295, 296, 298, 299, 301
  с фиксированной ставкой 298, 299, 304
ипотечная задолженность 291
ипотечный банк 292
ипотечный кредит 21, 57, 113, 215, 285, 288
  с плавающей ставкой 362
иррациональная рыночная возможность 81
иррациональная экономическая школа 360
иррациональное поведение 18
иррациональное ценообразование 283
иррациональность 63
  индивидуальная 29, 31, 63, 316
  человеческая 45
  рыночная 67, 68, 83, 94, 164

К

казначейская облигация 91, 234, 238, 284
казначейская облигация США 148, 152, 196, 271

казначейская ценная бумага с защитой от инфляции 157, 362
Канеман, Дэниел 18, 30, 31, 46, 52, 56, 339
капитал 252
капитализация рыночная 38
Картер, Джимми 124, 263
Кейнс, Джон Мейнард 99, 118, 120, 136, 248, 365, 383
колебания валютных курсов 185
коммерческая операция 332
конкурент 86
конкуренция 142
консервативная инвестиционная позиция 346
контрольный пакет акций 206
конформизм 88, 89
концепция экономическая 376
конъюнктура экономическая 21
короткая позиция 85, 327
короткая продажа 293, 331
корпоративная прибыль 236, 241, 242, 244, 247
корпоративные фонды 31
корпоративный доход 244
космология 228
котировка биржевая 340
Коуз, Рональд 83
коэффициент
инфляции 143
цена/прибыль 256, 268-270, 273, 275, 283, 355
Крайнер, Джон 282
крах 288
биржевой 222, 288
рыночный 72
фондового рынка 222
кредит 289
жилищный 272
с фиксированной ставкой 362
кредитная карточка 137, 342, 366
кредитор 138, 175, 176
международный 177
криптонит 306, 359
культурная среда 49
!кунг-сэн 321, 322-324
курс акции 38, 93
курсовая стоимость 110

Л

леверидж 287, 291, 302, 356
финансовый 288, 289
либерализация экономики 111
Лисон, Ник 52
ложный консенсус 90
Лоу, Эндрю 93
луни 170-171

М

Мак-Герк, Гарри 43
Мак-Дональд, Джон 43
маклер по недвижимости 329, 331
макроэкономика 97, 364
макроэкономическая ситуация 98
макроэкономический анализ 360
макроэкономический показатель 100
макроэкономический фактор 188

маржа 291
вариационная 290
маржевое кредитование 290
маржевые акции 290
маржинальный счет 290
математическая вероятность 76, 149
математический анализ 34
математический трюизм 243
математическое моделирование 232
материальный актив 197
Медевор, Питер 26
Международный валютный фонд 168, 178
«мертвая зона» мозга ящера 87, 95
метод Монте-Карло 232
Мински, Марвин 39, 41, 43, 331
мировая экономика 111, 243
мировая экономическая система 110
модель
«стимул–реакция» 55
фондового рынка 71
мозг ящера 9, 14, 20, 22, 25, 43, 44, 55, 56, 75, 88, 93, 142, 159, 184, 189, 214, 257, 306, 308, 310, 318-320, 332, 336, 344, 346, 351, 359, 361, 370, 377, 379, 382, 385
мозговая активность 50
мозолистое тело 41
монетарная политика 150
монетарная проблема 133
монетарное явление 147, 152
монетарный орган 144, 150
мысленный учет 342
Мэлкил, Бартон 65
Мэнкью, Грег 15, 132, 191, 196, 263, 265, 266, 268

Н

налогообложение 273
наука иррациональности 7, 14, 21, 23, 59, 94, 159, 184, 189, 334, 360
наука экономическая 191
недвижимое имущество 188, 261, 274, 276, 302, 306, 356
недвижимость 177, 256, 261, 267, 271, 301, 355, 360
недооцененные инвестиционные возможности 79
нейроэкономика 50
низкорискованная финансовая стратегия 374
Никсон, Ричард 133, 164
норма
прибыли 302
сбережения 107
Нью-Йоркская товарная биржа 101

О

облигационный взаимный фонд 212
облигация 8, 91, 152, 155, 185, 187, 193, 195, 209, 214, 215, 239, 284, 306, 360, 374
«мусорная» 192
«рейгановская» 196

долгосрочная 356
корпорационная 334
краткосрочная 362
муниципальная 192
обмен одновременный 144
объект недвижимости 269
Один, Терранс 75, 76, 328
операция биржевая 290, 349
опцион 8
ориентация на победителей 224, 227, 228
сильная форма 230, 232
слабая форма 230
островковая доля мозга 50
охота 313, 320, 322, 325
охотник 323
охотники-собиратели 321, 322
оценка акций 240
ошибка сопряжения 316-317

П

паевой инвестиционный фонд открытого типа 192
пай взаимного инвестиционного фонда 16, 73
парадокс бережливости 108
пенсионная система 129
пенсионные отчисления 374
пенсионные средства 374
пенсионный счет 131, 296
пенсия 129, 221, 236
первичный взнос 291
перемены технологические 313
переоцененные акции 90
персональные финансы 84
пик рыночный 74, 222, 324
платежеспособность 383
плейстоцен 8, 11
победитель 77, 334, 381
подсознание 39, 41
подъем фондового рынка 375
позиция
прибыльная 352
убыточная 352
познавательная способность 379, 380
покупательная способность 107, 123, 136, 204
покупательская активность 107
покупательские намерения 166
покупательское поведение 186, 281
политика «дешевых денег» 342
положительный торговый баланс 359
полушарие мозга 41
Поппер, Карл 82
портфель акций 255
портфельная страховка 293, 294
потенциал прибыли 272
потребитель 86
зарубежный 106
индивидуальный 106, 107
корпоративный 106, 109
потребительские финансы 122
правительственная облигация 192, 193, 195, 204, 215, 221
предложение 62, 134, 276, 355
неэластичное 277

предубеждение экономическое 50
префронтальный отдел коры головного мозга 25, 38, 43, 44, 50, 58, 93, 315, 320, 377, 379
Пречтер, Роберт 365
прибыль 235, 245, 273, 361
«привязывание к мачте» 394, 350
природный инстинкт 323
причинно-следственная связь 41, 55
проблема согласования 127
прогноз 249
прогнозирование экономическое 363
проигравший 77, 254, 332, 334, 381
производительность 99, 116, 189, 365, 366, 368
производственные мощности 109, 122
производство 162, 365
промышленная революция 98
промышленный индекс Доу Джонса 69, 72, 222, 234, 246, 272, 294, 355, 365
профицит 115
процент инфляции 284
проявленное предпочтение 376
психоисторик 364
психоистория 363, 364
психологическое удивление 318
пут-опцион 293
«пузырь» 188
биржевой 258, 289
жилищный 275, 283
рыночный 281
технологический 291, 329
финансовый 67, 140
фондового рынка 376
экономический 121
«пыльная чаша» 262

Р

разделение труда 322
растрачивать (концепция) 238, 240
расщепленная структура психики 41
рационализм 351
рациональная экономическая школа 360
рациональность рыночная 82, 83
реакция 374
на весомое вознаграждение 373
на внешние раздражители 371
на стимулы 374, 380
реальная зарплата 142, 359
революция 116
информационная 313, 378
информационно-технологическая 116
промышленная 116, 313
регулирование платежного баланса 172-173
регуляторный орган 239
Рейган, Рональд 202
рентабельность инвестиций 288
рефинансирование 155, 215
Рикардо, Давид 263
риск 273, 356, 360-361

финансовый 356, 358, 360, 361, 369, 374, 378, 380
риелторская фирма 330
рост 107
производительности труда 117, 119-121, 367, 368, 378
производства 364
экономический 107, 116
Рот, Эл 126, 129
Ротшильд, Натан Майер 338
рынок 9
«бычий» 66, 188, 209, 210, 212, 288, 336, 357
«медвежий» 75, 188, 256, 259, 262, 337
иррациональный 9, 281, 308, 361, 383, 384
недвижимости 65, 113, 188, 265, 267, 268, 291, 358
рациональный 59, 60, 76, 80, 308
Рэнгхэм, Ричард 310

С

Саммерс, Ларри 143
самоконтроль 57, 58, 348
Самюэльсон, Пол 262
серии 157, 362
сберегательный счет 342
сбережения пенсионные 73
сельское хозяйство 313, 358
сертификат о правах собственности на акции 73
Сигел, Джереми 66, 69, 71. 218, 219, 222, 223, 227, 228, 232, 247, 258
система экономическая 100
Скиннер, Б.Ф. 54, 370-371, 373, 380
случайность 320
Смит, Адам 63
Смит, Вернон 18, 47, 56, 62-63, 72
собирательница 323
собирательство 313, 322, 325
собственный капитал 291
Совет экономических консультантов при президенте Буше 16, 132
сообщество разума 331
Сорос, Джордж 184
социальная иерархия 51
социальная изоляция 378
социальная организация 119
социальное обеспечение 199, 369
социально-экономический стимул 363
спад 375
рыночный 290
фондового рынка 375
экономический 140, 255
спекулянт биржевой 289
сплит 381
спрос 62, 134, 276, 355
эластичный 277
сравнительное преимущество 263, 264
срок погашения облигаций 362
срочная биржевая торговля 290
ставка 113
налогообложения 272
плавающая 155, 215
процентная 22, 113, 185, 189, 194,

195, 200, 205, 210, 214, 236, 271, 284, 343, 358, 363, 368
регулируемая 215
учетная 113
фиксированная 155
стандартный экономический анализ 360
статистика экономическая 101
стоимость 130, 180, 223
денег 145
денежной единицы 139
обоснованная 256
рыночная 292
упущенной выгоды 207, 208
страховая компания 153
страховка 370
Супер-Эго 39
Сэнфи, Алан 50

Т

Талеб, Нассим Николас 341
Талер, Ричард 46
Тверски, Амос 18, 30, 31
Тейлер, Ричард 77, 78, 80, 317, 342
тело кредита 215
теория 82
вероятности 364
неприятия убытк 52
равенства покупательной способности 182
расщепленной структуры личност 39
сравнительного преимущества 262-264
финансовая 83
финансового бихевиоризма 68
экономическая 17, 264, 378
тестостерон 8
Тобиас, Эндрю 84, 86
Тобин, Джеймс 198, 203
товар повседневного спроса 182
торговая история 80
торговая операция 328
торговая сделка 69
торговля биржевая 328, 333, 350
торговый баланс 21
торговый день 340
торговый дефицит 359, 363, 367
транзакция 129
трансферт 163
трейдер 91, 101, 327, 334, 351
трейдер биржевой 93, 326
«туманная наука» 241
тюльпаномания 67

У

ультимативная игра 47-50
Уолл-стрит 44, 59, 65, 74-75, 86, 93, 248-249, 259, 338, 345, 360
управление финансами 376
уровень безработицы 111
уровенье инфляции 205
усреднение
«победителей» 333
«проигравших» 333, 334
долларовое 335-337

Ф

фактическая процентная ставка 284
Федеральная резервная система США 16, 21, 69, 115, 124, 146, 148-151, 170, 179, 180, 282, 291, 300, 342
федеральное правительство 111
фиксированная процентная ставка 215
Филен, Джей 8, 11, 33
финансовая инвестиция 124
финансовая иррациональность 14
финансовая спекуляция 7
финансовая среда 359
финансового бихевиоризм 78
финансовое программное обеспечение 344
финансовое решение 325
финансовый бихевиоризм 81
финансовый инструмен 144
финансовый план 381
финансовый портфель 66, 259
финансовый телеканал 338
  Bloomberg TV 338
  CNBC 338
финансовый тренд 20
Фишер, Ирвинг 209
фондовая биржа 289
фондовый бум 255
фондовый индекс 111
  Nikkei 336
фондовый опцион 236
Форд, Джеральд 39, 41, 124
форма денег 159
Фрейд, Зигмунд 39
Фридман, Милтон 124, 125, 130, 133, 144, 145, 150, 152, 158
функциональный магнитно-резонансный томограф 50
фьючерс S&P 327
фьючерсный контракт 352

Х

Хокинг, Стивен 228, 229

Ц

цена 66
  акций 241
  индикативная 182
  иррационально высокая 66
  иррационально низкая 66
  на жилье 267, 283, 286
  обоснованная 76, 98, 188
  предложения 329
  рыночная 98
  фьючерсная 182
ценная бумага 91, 223, 238
ценовой индекс 267
ценовой скачок 353
цикл иррациональности 219

Ч

частота 317
Черчилль, Уинстон 44

Ш

шанс рыночный 383
Шварц, Анна 125

Швеб-младший, Фред 381
Шиллер, Роберт 69, 71
школа монетаризма 125

Э

Эго 39
экономика 133-134, 144
экономист неоклассический 360
экономист-бихевиорист 317, 360
эксперимент
«суеверные голуби» 54
экспорт 110, 167
эластичность 276
электронная банковская операция 148
электронная система банковских кредитов 148
эмоциональный интеллект (EQ) 384
эффект
Мак-Герка 43, 44
экономический 143

Ю

юань 183

Я

японская иена 183

Научно-популярное издание

Терри Бернхем

ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

Как заработать деньги, используя знания о причинах маний, паники и крахов на финансовых рынках

Директор редакции *И. Е. Федосова*
Ответственный редактор *Н. В. Шульпина*
Литературный редактор *Л. В. Селезнева*
Дизайн обложки *М. А. Левыкин*
Верстка *Т. В. Макухина*

ООО «Издательство «Эксмо»
127299, Москва, ул. Клары Цеткин, д. 18/5. Тел. 411-68-86, 956-39-21.
Home page: **www.eksmo.ru** E-mail: **Info@eksmo.ru**

Подписано в печать 30.10.2007.
Формат 60×90 $^{1}/_{16}$. Печать офсетная. Бумага тип. Усл. печ. л. 25,0.
Тираж 3000 экз. Зак. 1531

Отпечатано с готового оригинал-макета
в ООО «Чебоксарская типография №1»
428019, г. Чебоксары, пр. И. Яковлева, 15