

5

Г Л А В А

СМИ

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

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

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

Роль СМИ в формировании базы для изменений на рынке

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

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

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

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

Жилищный вопрос также всегда предмет внимания общественности, ведь мы живем в домах, каждый день занимаемся их обустройством, и наше понимание своего социального положения неразрывно связано с тем, в каком доме мы живем. Часто целые разделы газет посвящены вопросам жилищного строительства и недвижимости, а в США есть отдельный канал, HGTV, посвященный жилищному вопросу. Телевизионное реалити-шоу «Имущественная лестница» (Property Ladder), запущенное в Великобритании в 2001 г., пользуется большой популярностью. Шоу посвящено приключениям «охотников за недвижимостью», которые покупают дома, приводят их в порядок, а затем быстро продают, надеясь получить большую выгоду. В США существует также американская версия этого шоу.

Провоцирование споров

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

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

За пять дней до краха фондового рынка в 1987 г. гостем программы «Час новостей с МакНилом и Лерером» (MacNeil/Lehrer NewsHour) был автор книги «Великая депрессия 1900 года: почему это произошло и как защититься» (The Great Depression of 1900: Why It's Got to Happen, How to Protect Yourself) Рави Батра. В основе этой работы лежала теория о том, что история имеет тенденцию к повторению, причем до мельчайших деталей, следовательно, крах 1929 г. и последовавшая за ним депрессия должны были

повториться. Несмотря на репутацию видного научного деятеля, которую имел Батра, данная книга не относится к числу работ, которые признанные знатоки рынка стали бы рассматривать всерьез. Тем не менее к моменту краха фондового рынка она продержалась в списке бестселлеров, по версии *New York Times*, уже 15 недель. Будучи гостем программы NewsHour, Батра уверенно предсказал крах фондового рынка, который «охватит весь мир»³ в 1989 г.; он заявил также, что за крахом последует депрессия. Заявления, сделанные Батра на передаче, пользующейся большим авторитетом, даже учитывая тот факт, что он предсказывал крах двумя годами позже, нежели он произошел в действительности, в некоторой степени усилили ощущение незащищенности, которую принес крах 1987 г. И хотя появление Батра в программе NewsHour как раз накануне краха можно считать совпадением, следует помнить, что предсказания краха финансового рынка достаточно редко делаются в новостных телешоу государственных каналов. Временная близость между его появлением на программе и самим крахом заставляет всерьез задуматься.

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

Информирование о перспективах рынка

Многие СМИ пытаются дать ответы на вопросы о современном рынке, однако немногие из них могут назвать конкретные факты или адекватно их интерпретировать. Многие репортажи готовят в спешке, лишь бы написать что-нибудь (в действительности — *что угодно*) о показателях рынка. Как правило, после не удивляющих никого сообщений о росте рынка авторы подобных статей

начинают ссылаться на статистические данные, охватывающие очень короткий период времени. Обычно в таких заметках сообщается о том, что такие-то акции за прошедшие месяцы выросли больше, чем другие. Несмотря на то что эти конкретные акции фигурируют в числе лидеров, нет никаких веских причин считать, что изменения, происходящие с ними, являются причиной роста цен на рынке. О таких «рядовых» факторах, способствующих экономическому росту, как, например, интернет-бум, авторы статей могут писать высокопарно и как минимум с намеком на патриотическое восхваление нашего мощного двигателя экономики. Статьи же заканчиваются удачно подобранными цитатами из «популярных» источников, представляющих свое видение будущего. Статьи порой настолько лишены искренней заинтересованности в поисках причин роста рынка и в рассмотрении факторов, влияющих на его будущее, что кажется, автор не испытывал иных эмоций, кроме цинизма, при представлении своей точки зрения.

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

Избыток информации

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

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

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

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

В 1971 г. Виктор Нидерхоффер, будучи еще адъюнкт-профессором гуманитарных наук в Университете Беркли (прежде чем он стал легендарным управляющим хедж-фондом), опубликовал статью, в которой он попытался определить, совпадают ли дни, в которые происходят важные события мирового масштаба, с днями значительных изменений курсов на фондовом рынке.

Он представил в виде таблицы все крупные заголовки *New York Times* с 1950 по 1966 г. (крупные заголовки как показатель важности газетного сообщения). Их набралось 432. Совпадали ли эти дни важных мировых новостей с днями значительных изменений курсов ценных бумаг? Для сравнения, Нидерхоффер отметил, что сводный индекс S&P за рассматриваемый период демонстрировал однодневный рост (более чем на 0,78%) только в 10% торговых дней, и значительные спады (более чем на 0,71%) были также отмечены в других 10% торговых дней. Из 432 дней, отмеченных важными событиями мирового масштаба, в течение 78 (или 18%) из них наблюдался значительный рост котировок, а в течение 56 (или 13%) — их существенное падение. Таким образом, в эти дни лишь немного больше возрастала вероятность изменений курса, чем в любые другие дни⁴.

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

Понимая кризис как период, когда в течение недели появляется пять или более крупных заголовков, Нидерхоффер обнаружил 11 кризисов за рассматриваемый им период. К ним относятся начало войны в Корее в 1950 г., захват Сеула коммунистами в 1951 г., общенациональный съезд Демократической партии США в 1952 г., ввод советских войск в Венгрию и Польшу в 1956 г., Суэцкий кризис 1956 г., вступление Шарля де Голля в должность премьер-министра Франции в 1958 г., вторжение американских кораблей в территориальные воды Ливана в 1958 г., выступление советского премьер-министра Никиты Хрущева на заседании Генеральной Ассамблеи ООН в 1959 г., напряженная ситуация на Кубе в 1960 г., вооруженная блокада Кубы 1962 г. и убийство президента Джона Кеннеди в 1963 г. В течение этих кризисных периодов, определенных таким образом, в 42% случаев ежедневных изменений курсов они были значительными — по сравнению с 20% в прочие, «нормальные», периоды. Таким образом, в течение кризисных периодов наблюдались определенные, но не

кардинальные, более или менее значимые курсовые изменения. Обратите внимание на то, что за весь рассмотренный Нидерхоффером период, составлявший 16 лет, было всего 11 таких кризисных недель. Лишь в немногих случаях общее движение курсов на фондовом рынке было так или иначе связано с газетными заголовками.

Сопутствующие новости

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

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

Пытаясь объяснить причины краха, произошедшего 13 октября 1989 г., исследователь рынка Вильям Фельтус и я в первый понедельник и вторник после падения рынка провели телефонный опрос, в котором приняли участие 101 специалист по фондовому рынку. Мы спрашивали: «Слышали ли вы новости

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

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

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

1. Новости о UAL, появившиеся в пятницу, приведут в будущем к уменьшению случаев поглощения одной компании другой, поэтому новости о UAL вполне могут быть одной из причин внезапного падения курсов акций.
2. Новости о UAL, появившиеся в пятницу днем, следует рассматривать как трюк по привлечению всеобщего внимания, который привел к тому, что инвесторы усомнились в надежности фондового рынка.

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

Отсутствие новостей в дни больших ценовых изменений

Можно также проанализировать периоды, когда происходили необычайно большие изменения курсов акций, и задать вопрос:

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

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

Другой аргумент, объясняющий, почему дни необычайно больших изменений курсов акций часто не совпадают с днями появления в СМИ важных новостей, заключается в том, что сочетание различных факторов может привести к значительным изменениям на рынке, даже если эти факторы по отдельности не представляют большого интереса для СМИ. Например, предположим, что некоторые инвесторы неофициально применяют определенную статистическую модель для расчета действительной стоимости ценной бумаги на основе многочисленных экономических показателей. Если все или большая часть этих показателей говорят об одном и том же развитии событий в конкретный

день, даже если по отдельности они не имеют особой важности, вместе они становятся значимыми.

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

Новости как отражение общественных настроений

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

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

объяснялось воздействием важных внешних условий, не имеющих отношения к экономике⁷.

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

О чем же думали инвесторы в течение десяти дней, следовавших за землетрясением? Конечно, теперь невозможно узнать об этом наверняка. Известно только, что в тот период в СМИ появлялась информация преимущественно о землетрясении в Кобе — таким образом создавался новый, отличный от ранее существовавшего образ Японии, что должно было привести к формированию совершенно иного отношения к экономике этой страны. Более того, разгорелись споры по поводу риска новых землетрясений, эпицентром которых мог стать Токио. Несмотря на то, что, в соответствии с результатами ранее проведенных геологических исследований, было давно известно — Токио находится на территории, где возможны масштабные землетрясения, в период обсуждения этой потенциально возможной проблемы на ней сосредоточили значительно больше внимания, чем обычно. По оценкам Tokai Research and Consulting, Inc, если бы это бедствие, по мощности равное землетрясению 1923 г., случилось в современном Токио, ущерб от него составил бы около \$1,25 трлн⁸.

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

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

Первое сообщение о Гранвилле было опубликовано в СМИ во вторник 22 апреля 1980 г. С появлением информации о том, что он изменил свои рекомендации с краткосрочных на долгосрочные, индекс Dow Jones вырос на 30,72 пункта, или на 4,05%.

Этот рост Dow Jones стал крупнейшим за последние полтора года (с 1 ноября 1978 г.). Второе сообщение вышло 6 января 1981 г., после того как Гранвилл изменил свои рекомендации по инвестициям с долгосрочных на краткосрочные. Индекс Dow Jones упал до минимальных показателей за год (с 9 октября 1979 г.). Ни одну, ни другую новость, связанную с этими событиями на рынке, нельзя считать причиной для подобных изменений, и во втором случае и *Wall Street Journal*, и *Barron's* объяснили падение индекса рекомендациями Гранвилла.

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

Новости в период краха 1929 г.

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

Крах фондового рынка, случившийся в понедельник 28 октября 1929 г., охарактеризовался крупнейшим (до событий 19 октября 1987 г.) однодневным падением индекса Dow Jones (измеряется вычислением разницы между ценой закрытия предыдущего торгового дня и текущего). 28 октября 1929 г. Dow Jones упал на 12,8% в течение дня (на 13,01%, если смотреть на разницу максимума и минимума того же дня). Это второе по масштабам обрушение фондового рынка (случившееся до краха 1987 г.) дало о себе знать на следующий день, когда индекс Dow

Jones упал на 11,7% (на 15,9%, если смотреть на разницу максимума и минимума того же дня). Общее падение рынка за эти два дня 1929 г. составил 23,1%. Какие же новости могли способствовать такому обвалу?

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

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

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

Все эти новости вполне типичны. Если веские причины для краха рынка действительно существовали, в тот период должно было происходить что-то, о чем людям хорошо известно. Можно предположить, что наличие каких-либо опасений спровоцировало бы появление новостей в той или иной форме. Возможно, следует вчитаться в газетные статьи внимательней. Один из авторов, Джуд Ванниски, несмотря на складывавшуюся в СМИ ситуацию, утверждал, что утром в понедельник 28 октября 1929 г. в *New York Times* было опубликовано сообщение, которое, возможно, способствовало падению рынка. Эта новость на первой полосе представляла собой оптимистичное сообщение о возможности перехода на таможенный тариф Смута — Хоули, который в тот момент находился на обсуждении в правительстве. На следующий день это сообщение распространили Associated Press и United News, и во вторник 29 октября оно оказалось на первых полосах газет и журналов по всей стране¹².

Вероятно, некоторые полагали, что тариф Смута — Хоули мог негативно повлиять на будущие прибыли американских компаний. Можно предположить, что в целом введение тарифа должно было оказаться выгодным для корпораций, многие из которых стремились к его введению. Однако историки, изучающие кризис 1929 г., сообщают, что введение тарифа могло быть рассчитано на получение иного результата, если учесть, что за этим должны были последовать ответные меры со стороны других государств. Аллан Мелцер утверждал, что введение тарифа может стать причиной, по которой «кризис 1929 г. в своем развитии не последует

по тому же пути, что и ситуация с сокращением денежной массы на рынке, происходившая ранее, а перерастет в Великую депрессию»¹³. Однако другие экономисты, в том числе Рудигер Дорнбуш и Стенли Фишер, отмечали, что в 1929 г. экспорт составлял лишь 7% валового национального продукта (ВНП), а в период с 1929 по 1931 г. этот показатель упал лишь на 1,5% по сравнению с данными на 1929 г. Депрессия сама по себе могла отчасти спровоцировать спад в экономике. Дорнбуш и Фишер указали на то, что введенный в 1922 г. тариф Фордни — Маккамбера предполагал повышение пошлин — точно так же, как и тариф Смута — Хоули, и за принятием тарифа Фордни — Маккамбера, разумеется, не последовал подобный кризис¹⁴.

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

Тем не менее сложно понять, почему такой обмен мнениями между сенаторами, вполне характерный для политических споров, был отнесен к числу важных новостей. Статьи на тему законопроекта о тарифах появлялись часто в то время. Неделий раньше, 21 октября, *Times* процитировала высказывания главы сената, республиканца Джеймса Уотсона о том, что, по его мнению, сенат

утвердит законопроект в течение месяца. Тринадцатого октября пресса сообщала о разговоре сенатора Смута с президентом США Гувером, в ходе которого Смут сказал главе государства, что есть шанс на утверждение законопроекта о тарифах к 20 октября. С момента избрания Гувера президентом США оптимистичные и пессимистичные новости чередовались.

Куда важнее новостей об основных показателях рынка в газетных сообщениях, опубликованных в понедельник 28 октября 1929 г., были события, случившиеся несколькими днями ранее и приковавшие к себе внимание людей: тогда на фондовой бирже наблюдалось рекордное снижение курсов акций. Двадцать четвертого октября того же года, в так называемый «черный четверг», индекс Dow Jones упал на 12,9% в течение одного операционного дня, но к концу торгов почти отвоевал свои позиции. Таким образом, средний показатель на момент закрытия биржи упал лишь на 2,1% по отношению к показателям закрытия предыдущего дня. Это событие больше не было новостью, но воспоминание об эмоциях, которые оно вызвало у людей, повлияло на общее настроение в понедельник. Утром в понедельник в свежем номере *New York Times* отмечалось, что Уолл-стрит, «где по субботам всегда так же пусто и тихо, как на кладбище, буквально стоял гул от толпы банкиров и брокеров, стремящихся привести в порядок свои конторы после одной из наиболее напряженных недель в истории... Когда в 10 утра раздастся сигнал о возобновлении торгов, большинство из них будут пристально следить за всем происходящим, готовые к любому исходу». Атмосферу, царившую на Уолл-стрит в субботу, описывали так: «По улицам прогуливались туристы, с интересом поглядывая на здание Биржи и на офисы банка Morgan, эпицентры драматичных событий в мире финансов прошедшей недели. То тут, то там турист подбирал с мостовой кусочки тикерной ленты точно так же, как туристы подбирают гильзы на полях сражений в качестве сувенира. Автобусы с экскурсантами специально проезжали по этому району»¹⁵.

Действительно, утром того же кризисного понедельника *Wall Street Journal* сочла возможным опубликовать на первой полосе статью о том, что «все ответственные лица утверждают — деловая конъюнктура вполне устойчива»¹⁶. У редакционной коллегии, должно быть, имелись причины полагать, что подобные заверения необходимы для сохранения стабильности рынка.

По-видимому, до них дошли обрывки разговоров людей, либо они просто догадывались, как общественность на следующей неделе может отреагировать на сообщения, если принять во внимание серьезный экономический крах четверга.

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

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

Ничто, казалось бы, даже отдаленно не указывало на какие-либо коренные изменения на фондовом рынке. Но вернемся на день назад. В среду, накануне «черного четверга», в СМИ появились новости о значительном падении рынка (в среду рынок

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

Новости в эпоху краха 1987 г.

Девятнадцатого октября 1987 г., когда фондовый рынок рухнул, установив новый рекорд — дневное падение почти вдвое превысило уровень как 28, так и 29 октября 1929 г. (на сегодняшний день это падение остается рекордным по итогам одного торгового дня за всю историю), — я решил, что мне представился уникальный шанс самому расспросить инвесторов о том, какие новости дня они считают значимыми. Больше не надо было, как раньше при изучении краха 1929 г., полагаться на интерпретацию СМИ, строя догадки о том, что именно может оказаться для инвесторов важной новостью. Насколько мне известно, никто до меня не воспользовался такой возможностью. Результаты моего опроса, в котором приняли участие как институциональные, так и частные инвесторы, были единственными опубликованными итогами исследования, посвященного восприятию инвесторами дня краха рынка¹⁸.

В исследовании, проведенном в 1987 г., я перечислил все появившиеся в СМИ новости за несколько дней, предшествующих краху, которые могли повлиять на восприятие ситуации на

рынке, а также новости, опубликованные в газетах утром в день краха. Я попросил инвесторов сделать следующее:

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

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

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

Но при рассмотрении результатов опроса больше всего меня поразил тот факт, что среди перечисленных мною новостей наиболее высокую оценку значимости получили сообщения о *прошлых падениях фондового индекса*. Самой важной новостью, по

мнению респондентов, было обрушение индекса Dow Jones на 200 пунктов утром 19 октября; этой новости был присужден средний рейтинг 6,54 продавцами — частными инвесторами, участвовавшими в торгах 19 октября, и 6,05 — продавцами из числа институциональных инвесторов, также принимавшими участие в торгах в тот день. Новость о рекордном падении фондового рынка на прошлой неделе (с точки зрения потерянных индексом пунктов) заняла второе место в рейтинге важности новостей.

В одном из вопросов, заданных респондентам, я попросил их вспомнить, как они объясняли падение фондового индекса в день краха: «Вспомните, какая была у вас конкретная теория, с помощью которой вы пытались объяснить причины падения индекса 14–19 октября 1987 г.». Было отведено свободное место, где респонденты могли ответить на этот вопрос своими словами; ознакомившись с ответами, я их классифицировал. Как бы странно это ни показалось, с точки зрения недавнего фондового рынка с традиционными коэффициентами цена-прибыль на том же уровне, что и до краха 1987 г., наиболее распространенный ответ на прямой вопрос о причинах краха состоял в том, что еще до падения рынок был переоценен. Эту причину назвали 33,9% частных инвесторов и 32,6% институциональных. Несмотря на то что так ответило менее половины респондентов, это достаточно много для открытого вопроса. В том же опросе я прямо спрашивал, считали ли респонденты непосредственно перед крахом рынка, что цены на нем были завышены, и 71,7% частных инвесторов (91,0% из них участвовали в торгах 19 октября) и 84,3% институциональных инвесторов (88,5% из них участвовали в торгах 19 октября) дали положительный ответ¹⁹. Другой важной темой ответов были стоп-лоссы, используемые институциональными инвесторами, на что указывало наличие словосочетаний «*институциональные продажи, пакетные торги, стоп-лоссы, компьютерный трейдинг*»; 22,8% частных инвесторов и 33,1% институциональных упомянули в своих ответах эту тему. Также упоминалась в ответах и нелогичность действий инвесторов, которые, судя по утверждениям, были немного не в себе, или что крах рынка произошел из-за паники инвесторов или их непостоянства во взглядах. Об этом сказали 25,4% частных инвесторов и 24,4% институциональных инвесторов. Ни одна из этих тем не имела ничего общего с последними главными сообщениями СМИ в те дни — они связаны лишь с самим кризисом.

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

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

Внезапный обвал фондового рынка, случившийся в середине октября, был спровоцирован следующими событиями: неожиданно высокие показатели торгового дефицита, в результате чего значительно выросли процентные ставки, а также предложения о принятии нового налогового законодательства, которое могло привести к падению курсов акций компаний, которым угрожало поглощение другими компаниями.

Первоначальное снижение курсов произошло механически — многие институциональные инвесторы, использующие стратегию страхования своего портфеля, начали продавать акции, не реагируя на изменения курса, так же действовали некоторые взаимные фонды, реагируя на выкуп паев. Активные продажи этими инвесторами, а также вероятность сохранения подобной тенденции в будущем спровоцировали агрессивно настроенные трейдинговые компании продавать акции в предвкушении дальнейшего обвала рынка. Среди этих компаний, помимо хедж-фондов, были и некоторые пенсионные и целевые фонды, управляющие компании и инвестиционные банки. Эти продажи, в свою очередь, стимулировали продажи со стороны компаний, занимающихся страхованием инвестиционных портфелей, а также взаимных фондов²⁰.

Заключение комиссии Брейди во многом схоже с выводами, сделанными мною на основе проведенного опроса, посвященного обвалу рынка. Под «продажами акций вне зависимости от изменения их курса» они подразумевали продажу акций как ответную реакцию на падение их курса вне зависимости от того, насколько он упал к моменту сделки, т.е. продажу при любом курсе. В отчете комиссии довольно ясно сказано о том, что обвал рынка был спровоцирован тем, что я назвал бы петлей обратной связи, когда первоначальное падение курса приводит к тому, что многие инвесторы уходят с рынка, таким образом провоцируя новое падение курса. Комиссия Брейди указала также, что крах 1987 г. был в действительности отрицательным пузырем.

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

Согласно результатам моего исследования, торговый дефицит и высокие процентные ставки, названные в отчете комиссии Брейди, нельзя считать наиболее важными аспектами, с точки зрения инвесторов. Я включил эти показатели в свой опросный

лист и получил несколько равнодушной реакции на них со стороны опрашиваемых (в основном оценка в 4 балла). Более того, если рассмотреть эти два аспекта (торговый дефицит и высокие процентные ставки) в долгосрочной перспективе, в их историческом развитии, становится очевидно, что изменения того и другого не были внезапны. По сути, ничего не произошло ни с торговым дефицитом, ни с процентными ставками.

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

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

Комиссия Брейди достаточно много внимания уделила распространенному в среде институциональных инвесторов страхованию инвестиционных портфелей. Портфельное страхование — стратегия минимизации убытков, разработанная профессорами Калифорнийского университета в Беркли Хейном Лиландом и Марком Рубинстайном и впоследствии, в 1980-е гг., успешно ими продаваемая среди институциональных инвесторов. На самом деле «портфельное страхование» — неверное название, поскольку стратегия была задумана всего лишь как план по продаже акций. Он предполагает применение сложных математических моделей, но в действительности это не более чем формализованная процедура по уходу с рынка путем продажи

акций, когда их курс начинает падать. В своей статье о портфельном страховании, вышедшей в 1980 г., Лиланд признает: «Некоторые “золотые правила”, такие как “покупай растущие, избавляйся от падающих” или “продавай на максимуме, покупай на минимуме”, окажутся оптимальной стратегией активной торговли для определенных инвесторов»²². Таким образом, применяя портфельное страхование, инвесторы продолжают делать то же, что и ранее, но с большей математической точностью и при более тщательном планировании. Учитывая ее запоминающееся название — «портфельное страхование», предполагающее, что стратегия разумна и целесообразна, а также ее инновационный имидж, применение этой стратегии, вполне вероятно, заставило многих инвесторов активнее реагировать на последние колебания курсов.

Внедрение системы портфельного страхования многими институциональными инвесторами стало своеобразной модой — прогрессивной, но все же модой. С того момента, как система получила свое наименование (до 1980 г. термин «портфельное страхование» не применяли), появилась возможность отслеживать движение этой моды по упоминаниям в СМИ. Я сделал запрос в базе данных по бизнес-периодике ABI/INFORM и нашел лишь одну ссылку на портфельное страхование за период с 1980 по 1983 г.; 4 ссылки — за 1984 г.; 6 — за 1985 г.; 41 — за 1986 г.; и 75 — за 1987 г. Число ссылок на портфельное страхование неуклонно росло, напоминая своего рода простейшую модель распространения эпидемии, когда болезнь передается от человека к человеку, о чем речь пойдет в главе 9²³.

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

На обратную связь могут влиять разные факторы — и сами новости, разумеется, тоже. Утром в день обвала рынка 1987 г. в *Wall Street Journal* был опубликован график изменений индекса Dow Jones за 1980-е гг., а сразу под ним располагался аналогичный график за 1920-е гг. вплоть до кризиса 1929 г., захватывая

месяц после него²⁴. Графики располагались непосредственно один под другим, поэтому текущая дата находилась на одной линии с датой обвала рынка 1929 г., и, значит, согласно графикам, события 1929 г. могли повториться. У инвесторов была возможность ознакомиться с этими графиками за завтраком, прежде чем обвал рынка 1987 г. действительно случился. *Wall Street Journal* прямо сказала своим читателям, что в тот день мог произойти кризис. Справедливости ради заметим, что эта новость не была размещена на первой странице, к тому же ни одна новость сама по себе не может спровоцировать обвал рынка. Однако это короткое сообщение и сопровождающие его графики, опубликованные рано утром в день обвала рынка, вероятно, заставили первых ознакомившихся с ними инвесторов сделать тревожные предположения.

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

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

Глобальная медиакультура

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

Парижане не смотрят британское телевидение и редко читают британские газеты, лондонцы не смотрят французское телевидение и редко читают французскую прессу. Тем не менее люди, которые пишут статьи для СМИ этих стран, следят за новостями

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

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

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

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

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

Роль СМИ в пропаганде спекулятивных пузырей

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

Примеры, приведенные в этой главе, иллюстрируют, каким образом СМИ выполняют функцию основного вдохновителя изменений на спекулятивном рынке, стараясь сделать новости интересными для своей аудитории. Порой они стремятся повысить

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

6 Г Л А В А

НОВАЯ ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ЭРА

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

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

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

Экономисты иногда могут что-то и упустить, поскольку слишком зацикливаются на цифрах и не видят последних изменений

технологического или институционального плана, которые многие рассматривают как знаки «новой эры». Но чаще что-то ускользает от взора общественности, которая бурно реагирует на нечто новое, становящееся вдруг популярным, забывая о примерах подобных историй, много раз случавшихся прежде.

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

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

Мы можем взять компьютерные базы, посмотреть статистику публикаций и выяснить динамику частоты использования некоторых экономических терминов, но подобные исследования дают весьма приблизительные результаты, поскольку теряются многие нюансы, связанные с их использованием. Когда я пытался узнать, как часто применялась фраза «новая эра» в годы перед пиком фондового рынка 2000 г., то обнаружил, что данный термин использовался в таком многообразии контекстов, что исследовать его отдельно не имело смысла. С другой стороны, с помощью базы Lexis-Nexis я выяснил, что в английском языке термин «новая экономика» вошел в обиход только после появления центральной статьи июльского номера *Business Week* в 1997 г., в которой он приписывался Алану Гринспену, что стало

очередной сомнительной поворотной точкой в его идеях с момента его речи об иррациональном оптимизме, прозвучавшей несколькими месяцами ранее¹. Термин «новая экономика» активно использовался до самого пика фондового рынка в 2000 г. (Ассоциация термина с одной из влиятельных фигур представляет собой еще один наглядный пример того, как отдельные личности или события в медиапространстве могут изменить общественное мышление.)

Но еще до статьи в *Business Week* термин «новая эра» в данном контексте прозвучал в паре статей в *Boston Globe* в июне 1997 г.— «тезисы новой эры», «теоретики новой эры», «новая экономическая школа», а Ральф Акампора, директор департамента технического анализа в Prudential Securities, был назван в числе представителей указанной школы. В августе 1997 г. Пол Кругман в своей шумевшей статье, опубликованной на страницах *Harvard Business Review*, раскритиковал вновь появившуюся теорию новой экономики, что, конечно же, добавило термину популярности². Мои исследования также показали, что до 1997 г. (были изучены статьи за десять лет) термин «новая эра» изредка использовали для обозначения оптимистичных экономических перспектив, но, по всей видимости, особого хождения он не имел.

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

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

из разряда иллюзорного и экзотерического, и подобная информация просто не может противостоять тому потоку «кричащих» новостей, которые каждый день обрушиваются на головы обычных граждан.

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

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

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

Оказывается, большинство людей не интересуют долгосрочные прогнозы относительно агрегированных показателей экономического роста. Согласно экономической теории, они должны, возможно, интересоваться, если ведут себя рационально. Но в действительности для них это слишком абстрактно, скучно и сложно. Общество интересуется будущие технологии, к примеру,

какими удивительными возможностями будут обладать компьютеры, а не определение доходов американских корпораций в ближайшие годы. Сомневаюсь, что многие сегодня могут правильно оценить совокупную прибыль американских корпораций с точностью до порядка величин. Вряд ли им интересно прогнозировать, насколько изменятся эти показатели прибыли.

Как показывает история, временами в обществе живут невидимые силы, которые не проявляются ни в СМИ, ни в дискуссиях, пока не происходит какое-то значимое событие. Но подобные течения в общественном мнении обычно связаны с наивными теориями, в основе которых лежат личные наблюдения или необоснованные предубеждения в отношении меньшинств или иностранных государств. У общества нет каких-либо потаенных мыслей о темпах экономического роста⁴.

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

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

Оптимизм 1901 г.: пик XX в.

Как уже говорилось в главе 1, первый из трех главных пиков коэффициента цена-прибыль, начиная с 1881 г., случился в июне 1901 г., на заре XX в. За год фондовый рынок значительно вырос, и в середине 1901 г. наблюдатели заговорили о настоящей спекулятивной лихорадке: «Вспышка спекулятивных настроений в апреле 1901 г. представляет собой нечто, что вряд ли можно

сравнить с другими примерами спекулятивной мании... Газеты были полны историй о том, как официанты отелей, офисные клерки, даже привратники и портные заработали на спекуляциях большие деньги. Можно представить, как это влияло на общество»⁵.

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

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

В каком-то смысле в 1901 г. казалось, что эпоха высоких технологий, компьютеров, космических полетов вот-вот наступит, несмотря на то что описания идей отличались от того, что мы видим сегодня. Люди были настроены оптимистично, и первое десятилетие XX в. принято называть «эпохой оптимизма», «эпохой уверенности» или «эрой самоуверенности». Настроения тогда и сегодня, спустя век, примерно схожи. Учитывая, как активно эксплуатируют современные СМИ такие темы, как годовщины и наступления знаковых событий, а также склонность людей рассматривать их как нечто символичное — начало чего-то нового, связывая с ними явно завышенные надежды и ожидания,

наступление нового века может считаться чем-то оптимистичным. Пример 1901 г. показывает, что оптимизм смены веков, который мы испытываем сегодня, может растянуться на долгие годы, по крайней мере в каком-то виде, при условии, что на него не слишком давят негативные последствия событий мирового масштаба.

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

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

На железной дороге по этим же причинам компании также стремятся объединиться. Конкурирующие дороги

консолидируются, используя различные арендные схемы, что позволяет им снижать операционные затраты и больше не заниматься сокращением расценок, а представители крупных железных дорог входят в комиссии, которые прежде проводили жесткую политику по сокращению расценок, и оказывают на них серьезное влияние, если не сказать, контролируют⁸.

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

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

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

При обсуждении уровня фондового рынка редко когда рассматривается возможная реакция государства на уровень

прибыли корпораций, даже притом, что государственная политика в этом отношении со временем существенно изменилась. Только ставка налога на прибыль корпораций менялась много раз: от 0% в 1901 г. до 1% в 1911 г., 10% в 1921 г., 14% в 1931 г., 31% в 1941 г., 50,75% плюс налог на сверхприбыль — 30% — в 1951 г. до 35% сегодня. Несмотря на то что американское правительство за эти годы повышало налог на прибыль корпораций с 0 до 50,75%, успешно национализируя более половины фондового рынка, потенциальные изменения в области налога на прибыль редко звучат в обсуждениях перспектив развития рынка.

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

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

Оптимизм 1920-х

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

«Шофер во время поездки со своим состоятельным хозяином старается уловить последние новости о грядущих изменениях

в Bethlehem Steel, так как у него самого 50 акций этой компании с прибылью в 20 пунктов. Мойщик окон задерживается ненадолго напротив офиса брокерской компании, чтобы посмотреть последние курсы на тикере. Он подумывает прикупить на свои сбережения немного акций Simmons. Эдвин Лефевр — журналист, специализировавшийся на фондовом рынке, который мог похвастаться и богатым личным опытом в этой сфере, — рассказывал о камердинере брокера, который сделал на рынке почти четверть миллиона; о дипломированной медсестре, которая отхватила 30 000, следуя советам благодарных пациентов; о скотоводе из штата Вайоминг, чье ранчо расположено не менее чем в 30 милях от ближайшей железной дороги, который покупал и продавал по тысяче акций в день¹⁰.

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

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

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

and Andy. В 1926 г. National Broadcasting Company создала первую национальную сеть, а регулярно выходящие шоу стали формировать некое подобие национальной культуры, чего до этого никто не делал. Звук также вторгся и в наше кино. В 1923 г. Ли Де Форест изобрел технологию озвучивания фильмов, и к концу десятилетия звуковое кино полностью вытеснило немое. Все эти инновации касались повседневной жизни как дома, так и в местах развлечений, поэтому 1920-е гг. — это время, когда плоды мощного технического прогресса были видны каждому простому обывателю, чего не было никогда.

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

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

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

построения холдинговой компании, обеспечивающая более гибкую систему финансирования, а руководство Федеральной резервной системой лучше понимает, как можно стабилизировать бизнес. Дайс сравнил ФРС с регулятором парового двигателя, управляющим скоростью экономики¹³.

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

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

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

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

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

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

уровня рынка, понятно, что общественные настроения в 1920-е гг. были всецело положительными.

«Новая эра» 1950-х и 1960-х

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

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

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

Трижды за последние десять лет опасность депрессии надвигалась на нас и отступала почти бесследно. Сначала в 1946 г., сразу после Второй мировой, когда были резко и значительно сокращены военные расходы. Потом в 1949 г., когда население страны принялось все скупать, не обращая внимания на предостережения бизнесменов. Но и эта паника утихла. И наконец, очередная, третья по счету паника возникла в середине 1953 г. Но сегодня это уже не более чем воспоминание»¹⁷.

Ощущение, что инвесторов переполнял оптимизм и уверенность в рынке, было частью «новой экономической эры». Еженедельник *Newsweek* писал в декабре 1955 г., что «в основе роста [фондового рынка] лежали вера инвесторов в безграничную силу экономики и тот факт, что корпорации зарабатывали на этих благоприятных для них условиях»¹⁸.

Распространение телевидения в начале 1950-х гг. напоминало эволюцию радио как средства массовой национальной

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

С избранием в 1960 г. Джона Кеннеди президентом США, учитывая его активную позицию по вопросу мер стимулирования экономики, все решили, что в экономическом плане все будет как нельзя лучше. Кеннеди добавил уверенности в этом своим первым ежегодным посланием к конгрессу в 1961 г. Он создавал впечатление человека, обладавшего видением и полного оптимизма, и он нашел потрясающий символ для этого видения, пообещав в своем специальном послании к конгрессу в мае 1961 г., что Соединенные Штаты высадутся на Луне еще до 1970 г. Американцы считали, что подобное событие навечно войдет в историю как первая попытка людей покинуть собственную планету. Кеннеди был олицетворением национального

оптимизма и устойчивости фондового рынка: «У Уолл-стрит есть простое объяснение феноменального роста акций — “рынок Кеннеди”». Уверенность, которую вселила в людей экономическая программа Кеннеди, привела к тому, что нашлись и такие, кто решил, что страна вступает в эру «новой экономики», когда «бизнесмены смогут достаточно долго наслаждаться благоприятными условиями для роста», и что в денежно-кредитной политике теперь «больше оснований для доверия», чем когда-либо²⁴. Приемник Кеннеди — Линдон Джонсон в своей программе «Великое общество» расширил список инициатив Кеннеди, которую и начал реализовывать в 1964 г. Программа Джонсона ставила главной целью не больше и не меньше, как победить бедность и остановить кризис городов.

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

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

Еще прежде, чем индекс Dow подошел к 1000 пунктам, пресса вовсю считала достигнутые им рубежи. В одной из своих статей еженедельник *Business Week* в 1965 г. отмечал: «Психологические

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

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

«Новая эра» на фоне рынка быков 1990-х

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

Как и во времена прочих значительных фондовых бумов, в 1990-е гг. находились люди, предлагавшие новые теории,

которые описывали происходящее на рынке. Майкл Мандел в своей статье, опубликованной в *Business Week* в 1996 г. и озаглавленной «Триумф новой экономики» (*The Triumph of the New Economy*), перечислил пять причин, почему он верит, что рынок не сошел с ума: усиление глобализации, бум на рынке высоких технологий, умеренная инфляция, снижение процентных ставок и стремительный рост прибыли²⁹.

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

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

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

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

капитализма, приватизации и снижения влияния профсоюзов, благодаря чему никакие комиссии теперь не могут устанавливать цены³¹.

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

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

Согласно статистическим данным, рост производительности в США в конце 1990-х гг. привел к внушительному увеличению прибыли. Это способствовало тому, что в головах многих отложились преимущества, которые Интернет и иные высокие технологии приносят в экономику, и что это подтверждает обоснованность высокого уровня фондового рынка. И все же значительный рост производительности труда в конце 1990-х отчасти является ошибкой, закравшейся в данные. В 2001 г., сразу после фондового бума, американское бюро трудовой статистики пересмотрело цифры за 1998–2000 гг. и существенно скорректировало их в меньшую сторону³³. Но даже если бы показатели роста производительности и были неплохими, люди слишком много

им приписывают. Они стали причиной огромной любви к Всемирной сети, и это несмотря на то, что рост производительности не имеет ничего общего с еще не оперившимся Интернетом, который пока не играл значительной роли в экономике. Даже без учета этого люди не осознавали, насколько тонка связь между ростом производительности и приростом фондового рынка³⁴. Рост производительности не может быть причиной для того, чтобы ожидать позитивных изменений на фондовом рынке. Но в 1990-х гг. рассказы о том, что столь высокие темпы роста фондового рынка — результат роста производительности, были заманчивым объяснением для сторонников рынка ценных бумаг и журналистов, чтобы они могли от него отказаться.

Следует отметить, что не во всех историях, распространяемых СМИ в 1990-е гг., делался акцент на приходе «новой эры», в отличие от подобного рода историй времен прошлых бумов. Я не смог найти материалов 1990-х гг., которые бы столь экспансивно и буквально взхлеб делились с читателем своим оптимизмом, как некоторые из статей, вышедших в 1901 или 1929 г., хотя оптимизма в статьях и сюжетах 1990-х тоже хватало, но выглядело это больше как предположение, а не смелое утверждение. Кажется, что изменилось само отношение СМИ, и в 1990-е оптимистические гиперболы исчезли из лексикона журналистов. Многие из них, даже наоборот, как будто опасались завышенных оценок рынка и развития спекулятивной мании. На поверку во многих материалах СМИ середины и конца 1990-х в центре внимания было «безумие» инвесторов. Например, в одной из статей апрельского номера журнала *Fortune* за 1996 г. рассказывалось о том, как журналисты останавливали случайных прохожих и просили у них совета относительно покупки-продажи акций. Они остановили полицейского, бариста из Starbucks, плотника из бригады установщиков рекламных щитов, контролера из фитнес-клуба, и все они дали развернутые рекомендации по акциям. Они не смогли найти чистильщика сапог, а то повторили бы опыт Бернарда Баруха, которому накануне краха рынка в 1929 г., по его словам, какой-то мальчишка-чистильщик дал совет, который он интерпретировал как знак того, что рынок перенасыщен и пора уходить³⁵. Статьи изобиловали заголовками типа «Игроки на повышение: Пришло время рынка, к которому нельзя подходить со старым мериллом?» (*Gamblers High: Is This a Market Where Yesterday's Yardsticks Don't Apply?*) или «На Уолл-стрит настало

время тюльпанов» (It's Tulip Time on Wall Street), или «Скажи “До свидания” последнему медведю» (Say Goodbye to the Last Bear). В 1990-е гг. до сознания читателей, безусловно, доносили идею о том, что бум на фондовом рынке является спекулятивным пузырем. Но ситуация на рынке доказывает то, что общество в 1990-х гг. отнеслось к ней в лучшем случае как к забавной мысли; они были увлечены идеями «новой эры», которую для них символизировала смена тысячелетий.

Новые идеи во времена бумов на рынке недвижимости

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

В 1880-х гг. на рынке недвижимости случился бум, охвативший значительную часть Калифорнии, — его пик наступил в 1887 г. Прежде всего бум коснулся Лос-Анджелеса, Сан-Диего и Санта-Барбары, население которых на тот момент было еще не так велико, и это не имело большого влияния в масштабах Соединенных Штатов в целом. Скорее всего, бум был связан с активным развитием железной дороги, которая делала доступной большую часть территории штата. Очевидно, что буму способствовала и война тарифов, развернувшаяся между Санта-Фе и компанией Union Pacific Railroad, которая внезапно сделала очень дешевыми билеты до Южной Калифорнии и обратно. Железнодорожная компания также, в надежде на возврат денег, вложенных в железнодорожную сеть, привлекла целый легион промоутеров, которые зазывали людей переезжать в Южную Калифорнию, расхваливая ее чудесный климат и блестящее будущее. И их ждал успех: «Лос-Анджелес наводнили промоутеры — как любители, так и профессионалы; гостиницы были забиты приезжими; цены взлетели до заоблачных высот; и везде — на улицах, в газетах и журналах, в домах и клубах — постоянно говорили

о земле в Южной Калифорнии»³⁶. Бум закончился падением цен в 1888–1889 гг.: «Те, кто раньше кричал о “земле и климате”, теперь сожалеют о том, что экономике Южной Калифорнии не хватает стабильной промышленной базы. Взволнованные граждане, оглядываясь назад на вакханалию, творившуюся на протяжении всего 1887 г., начинали понимать, что, возможно, никогда еще общество не было столь далеким от таких понятий, как человеческие ценности и чувство меры»³⁷. История бума 1880-х служит напоминанием о том, что еще более 100 лет назад людей также беспокоил вопрос дефицита земли. Разница лишь в том, что эта история в то время не получила большого распространения. Калифорния уже тогда была непохожа на все остальные штаты и находилась немного в стороне, и, очевидно, никто не думал о том, что бум мог стать национальным.

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

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

обрушились на пузырь, пересказывая истории о наивных людях, купивших землю, которую они в глаза не видели и которая впоследствии оказалась непригодной для использования или даже затопленной»³⁸.

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

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

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

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

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

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

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

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

Вот одно из объяснений, как такое могло произойти в 1970-х гг. Владельцы домов, огорченные высокими процентными ставками, использовали политические рычаги, чтобы потребовать включения в ипотечный договор оговорки о погашении кредита при продаже с условием применения более низких процентных ставок, и таким образом избежали больших выплат по процентам⁴¹. Во время бума 1970-х и в течение нескольких лет

после него «переходящая» ипотека (с заменой должника) защищала рынок жилья от высоких процентных ставок. Кроме того, в конце 1970-х гг. появилось и процветало «креативное финансирование»⁴².

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

Еще один бум на рынке недвижимости возник на северо-востоке США в середине 1980-х гг. — его центром стал Бостон. Только за 1985 г. цены на жилье в Бостоне и его пригородах взлетели на 38%. Трудно сказать, что послужило причиной такого бума. В своем исследовании, проведенном в 1986 г., Карл Кейс перебрал все основные факторы влияния, которые могли привести к росту цен на жилье в Бостоне, и пришел к выводу, что за последние годы в городе не произошло каких-либо значительных изменений: «Несмотря на здоровую экономику и рост доходов, основные параметры рынка не дают адекватного объяснения такого резкого скачка цен на жилье в Бостоне с 1983 г.»⁴³.

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

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

распространение и влияние любых историй. Wang Laboratories, Digital Equipment Company, Data General Corporation и Lotus Corporation превратили Бостон в один из мировых центров компьютерных технологий⁴⁴.

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

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

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

В главе 3 мы уже рассматривали факторы, которые способствовали развитию бума на рынке недвижимости начиная

с конца 1990-х гг., и некоторые из них можно отнести к теориям «новой эры». Также следует отметить, что подобного рода теории касаются теперь и дач, и вторых домов, что, возможно, является причиной быстрого роста цен на них во многих регионах мира с 2000 г.

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

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

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

Конец «новой эры»

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

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

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

Если мы посмотрим на 1920–1921 гг., когда реальный уровень фондового рынка был на самой низкой отметке с 1901 г., все обсуждения сводились к теме «что пошло не так» — яркие описания будущего процветания, о которых говорили в 1901 г., остались в прошлом. Чаще всего в комментариях того периода речь шла о необычайно сильной рецессии 1920–1921 гг. СМИ сконцентрировались на потерях бизнеса и на прибыли, которая существовала только на бумаге и которая стала исчезать. Вместо того чтобы в «общих интересах» не допустить падения цен, фермеры и грузоотправители развернули жесткую дискуссию с железными дорогами — клиенты требовали снижения тарифов.

Отмена государственных заказов после Первой мировой войны рассматривалась как фактор ослабления существующих компаний. Напряженная политическая ситуация за рубежом также расценивалась как негативный фактор для экономики США. Действия «бессовестных» спекулянтов, играющих на понижение без покрытия, или «медведей-налетчиков», по мнению многих, отрицательно сказывались на рынке, как и продажа активов с убытком для оптимизации подоходного налога.

Существуют доказательства того, что инвесторы в 1921 г. обладали необходимыми знаниями, чтобы не попадать под влияние завышенных претензий и дутых схем. В одной из своих статей для *Saturday Evening Post* в том же году Альберт Этвуд описывает высокие спекулятивные курсы акций как нечто давно ушедшее и цитирует слова биржевого маклера, который сказал, что «рекламу в последние несколько лет нельзя назвать ни бурной, ни привлекающей внимание, как это было во времена бума 1900–1901 гг.».

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

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

Во время кризиса 1930-х гг. многих беспокоило, что рушится вся экономическая система страны. Оскар Лэнг, профессор

экономики Чикагского университета, в 1939 г. написал в *American Economic Review*: «Считается, что американская экономика утратила импульс роста и теперь находится на стадии более или менее перманентной стагнации»⁴⁹.

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

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

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

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

контролируя инфляцию»⁵¹. И несмотря на то, что данный факт не подкреплен каким-то экономическим анализом, есть ощущение, что это было похоже на правду⁵².

Страх перед ростом населения планеты возник достаточно внезапно в начале 1960-х. Поиск словосочетания «демографический взрыв» в статьях в таких газетах, как *Los Angeles Times*, *New York Times* и *Washington Post*, показал, что с 1945 по 1949 г. не было ни одного упоминания этого термина; с 1950 по 1954 г. — всего в одной статье; с 1955 по 1959 г. — в 169; и с 1960 по 1964 г. — в 1319 статьях. Книга Пола Эрлиха «Демографическая бомба» (*The Population Bomb*, 1968), в которой автор предсказывал огромные экономические проблемы в ближайшее десятилетие, служила одним из примеров общественного дискурса, возникшего под влиянием сильных страхов в сознании людей. Количество статей, использующих термин «демографический взрыв», после пика начала 1960-х неуклонно сокращалось, и в 1985 и 1986 г. их было всего 177.

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

Калифорнийский бум на рынке недвижимости 1970-х гг. был остановлен отчасти разразившимися экономическими рецессиями, невиданными со времен Великой депрессии 1930-х гг.: они следовали друг за другом — в 1980 г. и в 1981–1982 гг. В результате этих рецессий произошло небольшое снижение цен на жилье в Калифорнии, после чего на рынке наступило полное затишье, которое закончилось лишь в конце 1980-х, когда возобновился бум. Это пример спекулятивного бума, который взял небольшую передышку и спустя несколько лет продолжил свое еще более активное развитие. Две рецессии и реальное снижение цен в начале 1980-х ни в коей мере не повлияли на доверие

к историям, которые способствовали надуванию первого пузыря. Конечно, в 1980-е гг. бывший губернатор Калифорнии, сторонник свободного рынка и инициатор снижения налогов, Рональд Рейган был уже президентом США, и многие калифорнийцы, без сомнения, продолжали верить, что их экономика находилась в самом авангарде.

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

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

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

Первыми в 2000 г. упали акции интернет-компаний или, как их называли, «доткомов». И это исторический факт. Их стремительное падение с пика, достигнутого в марте 2000 г., было более чем неожиданное. Dow Jones Internet Index достиг своего исторического пика 9 марта 2000 г. И буквально за месяц с небольшим,

к 14 апреля, он потерял больше половины своей стоимости⁵³. Что произошло за этот месяц? Кроме самого падения фондового рынка, ничего серьезного, что должно было привести к потере этими акциями половины стоимости за столь короткий срок.

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

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

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

Другая статья, уже в *Barron's*, «Сгорающие» (*Burning Up*), написанная Джеком Уиллоуби, содержала рейтинг несущих убытки интернет-компаний — в нем все были ранжированы по

количеству месяцев, оставшихся до полного разорения⁵⁵. Идея Уиллоуби с подобным рейтингом интернет-компаний четко и ясно высветила проблемы этих компаний, и на него стали ссылаться. Его статья стала бомбой, взрыв которой породил массу разговоров, приводящих к скептическим настроениям, что в итоге помогло поставить крест на акциях таких компаний.

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

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

Последующий обвал всего рынка был скорее связан с потерей доверия к акциям в целом, что первоначально касалось только акций интернет-компаний. Падение курса акций последних

стало признаком «недомогания», которое постепенно распространилось на весь фондовый рынок. В то же время обвал фондового рынка после 2000 г. не распространился на рынок жилья. Возможно, отчасти это не произошло и по той причине, что у населения не возникло аналогии для акций интернет-компаний и рынка жилья.

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

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

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

можем оказаться в ситуации кризиса как на фондовом рынке, так и на рынке недвижимости.

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