

РОБЕРТ ШИЛЛЕР

# ИРРАЦИОНАЛЬНЫЙ ОПТИМИЗМ



КАК БЕЗРАССУДНОЕ  
ПОВЕДЕНИЕ УПРАВЛЯЕТ  
РЫНКАМИ

*Irrational Exuberance*

Роберт Шиллер сделал больше, чем любой экономист его поколения, убедительно показав нерациональные аспекты финансовых рынков.  
Пол Кругман



Детали акции: [www.fibo.ru/bonus](http://www.fibo.ru/bonus)  
Откройте счет в FIBO и получите бонус 25%

ВАШ ПРОМОКОД  
**ИО11072013**

Роберт Шиллер

**Иррациональный оптимизм.  
Как безрассудное поведение  
управляет рынками**

«Альпина Диджитал»

2005

## **Шиллер Р.**

Иррациональный оптимизм. Как безрассудное поведение управляет рынками / Р. Шиллер — «Альпина Диджитал», 2005

Цитата «Люди отдают себе отчет в том, что доверие падает, а это, в свою очередь, означает, что они в какой-то мере осознают важность психологического аспекта в развитии экономического кризиса». Роберт Шиллер

О чем книга «Иррациональный оптимизм: Как безрассудное поведение управляет рынками»

О теории возникновения и сдутия спекулятивных пузырей, а именно о том, что мы как люди рациональные очень часто совершаем поступки, в основе которых лежит иррациональное начало. Как с ним бороться? Может ли ему противостоять маленькая группа людей или для этого должны быть созданы целые институты?

Развернутый анализ последнего грандиозного бума на фондовом рынке, основанный на многочисленных опубликованных исследованиях и исторических фактах.

Почему книга «Иррациональный оптимизм» достойна прочтения

Новый взгляд на последствия недавнего крупнейшего мирового финансового кризиса и динамику его развития. Профессиональные советы в разработке стратегии борьбы с будущими кризисами. Человеческая самоуверенность и вера в стабильность фондовых рынков приводят к их обвалу: что с этим можно сделать? Беды чрезмерного инвестирования – причины и следствия. Анализ развития мировой экономики под влиянием нестабильности спекулятивных рынков. Будущее в лице безжалостного капитализма: как побороть страх банкротства и обнищания? Психологические факторы, лежащие в основе поведения рынка.

Для кого эта книга

Будет интересна всем, кто намерен купить или продать недвижимость, кого активно приглашают инвестировать в различные банки, фонды, ПИФы и пр.

Кто автор

Роберт Шиллер – американский ученый-экономист, автор популярных книг по экономике. В настоящее время – профессор экономики имени Артура М. Оукена Йельского университета и научный сотрудник Йельского международного центра по финансам при Йельской школе менеджмента. С 1980 г. – научный сотрудник Национального бюро экономических исследований. Основал и является главным экономистом фирмы по

инвестиционному управлению MacroMarkets LLC. Известен своими исследованиями в области экономической теории финансов и в особенности в поведенческих финансах. Автор более 200 научных работ и 5 книг.

© Шиллер Р., 2005

© Альпина Диджитал, 2005

## Содержание

Предисловие к русскому изданию	7
Предисловие ко второму изданию 2009 г.	8
Предисловие ко второму изданию 2005 г.	11
Краткое содержание	15
Предисловие к первому изданию 2000 г.	17
Благодарности	21
Глава 1	23
Соотношение цены акции к доходу по ней	27
Когда коэффициент цена-прибыль был высоким	29
Процентные ставки	31
Беспокойства вокруг иррационального оптимизма	32
Глава 2	33
Долгая история цен на жилье	34
Конец ознакомительного фрагмента.	38
Комментарии	

# **Роберт Шиллер**

## **Иррациональный оптимизм.**

### **Как безрассудное поведение управляет рынками**

Издано при содействии Международного Финансового Холдинга FIBO Group, Ltd.

Переводчик *Е. Калугин*

Редактор *О. Нижельская*

Руководитель проекта *А. Половникова*

Корректор *С. Чупахина*

Дизайн обложки *Креативное бюро «Говард Рорк»*

Компьютерная верстка *Д. Беляков*

© Robert J. Shiller, 2005

© Издание на русском языке, перевод, оформление. ООО «Альпина Паблишер», 2013

*Все права защищены. Никакая часть электронной версии этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, включая размещение в сети Интернет и в корпоративных сетях, для частного и публичного использования без письменного разрешения владельца авторских прав.*

\* \* \*

*Посвящается Бену и Дереку*

## Предисловие к русскому изданию

Человеку свойственно думать и мечтать о хорошем. О том, что он будет богаче, что у него будет больше денег, больше свободного времени. Что все будет только расти. Это естественные мечты – так устроен мир. Растут деревья, растет население, растут города, растет число автомобилей. Кажется, что все вокруг должно расти. В том числе – инструменты на финансовых и фондовых рынках. И они растут. Иногда постепенно, а иногда резко, взрывным образом – за какие-то месяцы обогащая тех, кто вовремя вложил в них свои средства.

Происхождение этого иррационального оптимизма заложено в самой природе человека. Психологически более удобно думать о том, что ты прав, что принятое тобой решение принесет успех. Это неплохо, когда надо достичь какой-то цели в жизни или бизнесе, но совершенно недопустимо, когда речь идет о финансовых рынках. Подавляющее большинство инвесторов не имеют никакой возможности повлиять на ситуацию на рынках, а потому им просто необходимо уметь вовремя признавать свои ошибки, а не настаивать на принятом ранее и психологически удобном решении.

Надо сделать оговорку, что хотя один мелкий инвестор не способен повлиять на рынок, множество инвесторов, думающих одинаково и совершающих одинаковую ошибку, способны повлиять на ситуацию на рынке. Но это вредное влияние – влекомые своими заблуждениями, они лишь надувают «мыльный пузырь», который в итоге лопается и уничтожает их сбережения. Очень сложно не поддаться общему психозу и не принять хотя бы самое малое участие в этом «надувательстве». Даже аналитики оказываются под властью этого иррационального стремления.

Автор книги исследует эти феномены «массового психоза» как на современных примерах, так и углубляясь в историю. Оказывается, и в этом случае ничто не ново под луной – мыльные пузыри на фондовом рынке имеют очень много общего с золотой лихорадкой. И они обнажают общие пороки человеческого общества, в том числе прямой обман, нарушение обязательств.

Понимание психологических, исторических и даже демографических причин возникновения «инвестиционного бума» позволяет разумным инвесторам понять и вовремя распознать опасность.

*Роман Калинин,  
директор по маркетингу МФХ FIBO Group*

## Предисловие ко второму изданию 2009 г.

Быстрый рост рынков, описанный в первом и втором изданиях книги, 2000 и 2005 г. соответственно, завершился экономическим кризисом такого масштаба, который сопоставим с масштабом Великой депрессии 1930-х гг. Правительства многих стран предпринимают различные меры по стимулированию экономики и проводят реформы, а значит, скорее всего, не допустят реализации наихудших сценариев развития событий. Но они проглядели наступление кризиса, и поэтому прилагаемые ими усилия оказались запоздалыми и малоэффективными, поскольку удар по нашему доверию и всей мировой экономике уже был нанесен. Мы находимся в сложной фазе выхода из состояния иррационального оптимизма, который наблюдался в последние годы. До этого, когда у нас было больше возможностей избежать кризиса или хотя бы смягчить его последствия, мы были свидетелями проведения неадекватной политики, в основе которой лежали непонимание истоков кризиса и, самое главное, иррациональный оптимизм.

**Обновленное предисловие ко второму изданию было написано для того, чтобы подчеркнуть актуальность книги в нынешних условиях мирового финансового кризиса. Я решил не трогать оригинальный текст второго издания, так как интересно прочесть книгу, предвещавшую сегодняшний кризис. Но несколько графиков и подписи к ним все же обновлены.** Чтобы увидеть добавления на графиках, они изображены серыми линиями другого оттенка (обновления будут регулярно появляться также на моем сайте [robertshiller.com](http://robertshiller.com)).

После того как в декабре 1996 г. глава Федеральной резервной системы США Алан Гринспен произнес свою знаменитую речь об иррациональном оптимизме, которая и послужила названием моей будущей книги, фондовый рынок пережил беспрецедентный скачок вверх и не менее внушительное падение, достигнув отметки ниже реального (т. е. скорректированного с учетом инфляции) уровня на момент его речи (рис. 1.1). В первом издании (2000 г.), описывая причины возникновения нынешнего экономического пузыря, я сравнил его со взлетающей ракетой. Сегодня, в 2009 г., 13 лет спустя, мы видим, что «ракета» так и не вышла на орбиту, а начиная с 2007 г. начала резко тормозить и падать.

Со времен все той же речи Гринспена в 1996 г. мы также наблюдали настоящий бум, а затем крах на рынке недвижимости. На рисунке 2.1 видно, насколько велик был этот пузырь. Значения для периода с 1987 г. взяты из индексов цен на недвижимость, которые мы с Карлом Кейсом начали рассчитывать 20 лет назад. Теперь это делает Fiserv, Inc., и они называются «Индексы цен на недвижимость Standard & Poor's/Кейса – Шиллера» (S&P/Case-Shiller HPI). Во втором издании книги я сравнил их поведение с запуском другой ракеты. И ей также было суждено не выйти на орбиту и отправиться в крутое пике.

Оба этих пузыря практически для всех были совершенной неожиданностью, как и то, что они в итоге резко сдулись.

В 2007 г., когда вышли мемуары Алана Гринспена «Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы» (*The Age of Turbulence: Adventures in a New World*), их автор пребывал в блаженном неведении о приближавшемся экономическом кризисе, хотя в мире уже поднималась шумиха вокруг высокорискованных (subprime) ипотечных кредитов. В своей книге он не проявил никакой обеспокоенности:

Во многих отношениях очевидная стабильность глобальной торговли и финансовой системы служит подтверждением простого и проверенного временем принципа, сформулированного Адамом Смитом в 1776 г.:



свободная торговля между людьми, преследующими собственную выгоду, ведет к появлению растущей устойчивой экономики<sup>1</sup>.

В той же книге Гринспен отрицал существование пузыря на внутреннем рынке недвижимости, заявляя, что «мы имеем дело не с пузырем, а с пеной – локальными скоплениями пузырьков, которые не могут нанести ущерб экономике в целом»<sup>2</sup>.

Очевидно, он не понимал всей опасности грядущего кризиса, не говоря уже о его истоках, связанных со спекуляциями. Динамика надувания пузырей ускользнула от его взора, а также от внимания других лидеров финансового мира.

Даже после того, как кризис уже разразился, многие отказывались соглашаться с тем, что его причины состоят в спекулятивной избыточности. Джон Тейлор, бывший заместитель министра финансов США по международным делам, в своей книге «Сбиваясь с пути: как действия и вмешательство правительства вызвали и усилили финансовый кризис» (*Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Institution Press, 2009) заявил, что кризис возник из-за слишком мягкой денежной политики, а также непродуманных и непоследовательных действий по поддержке кредитных организаций. В его выводах, на мой взгляд, есть доля правды: кризис можно было бы смягчить, если бы правительство во время бума было строже к участникам рынка и отреагировало бы на кризис еще в самом начале. Но это не значит, что именно правительство спровоцировало развитие кризиса.

Проблема многих исследований, посвященных природе финансового кризиса, заключается в том, что в них игнорируется такая важная составляющая, как социальная психология, не говоря уже о теории возникновения и сдутия спекулятивных пузырей, описанных в этой книге. Поэтому Центральный банк и правительство выглядят свидетелями, обвиненными в преступлении, которое они не совершали, тогда как настоящий виновник остается неизвестным.

Люди *отдают себе отчет* в том, что доверие падает, а это, в свою очередь, означает, что они в какой-то мере осознают важность психологического аспекта в развитии экономического кризиса. Пока я работал над этой книгой, а вокруг наблюдалось снижение деловой активности, разговоры об утрате доверия звучали на всех уровнях. Речи президента США Барака Обамы изучаются с лупой с точки зрения выбора слов, а самого главу Белого дома одни обвиняют в паникерстве, подрывающем доверие, которое так необходимо бизнесу и экономике, другие же, наоборот, в несерьезности, губительной для его собственной репутации. Но из этих разговоров трудно понять, как повышается или снижается уровень доверия.

Ситуация со спекулятивными пузырями в обоих случаях «раскручивалась» главным образом так же, как было предсказано в этой книге. Начиная с 2007 г. понижательный тренд на фондовом рынке принял форму, как я назвал, «отрицательного пузыря», возникшего как ответная реакция на падение цены с дальнейшим ее снижением, что все больше ухудшало ситуацию. Подобной ответной реакции способствовало также и то, что я называю в книге «историями новой эры», где «новая эра» означает на этот раз мрачные времена, напоминающие Великую депрессию 1930-х гг.

Такая реакция сказывается на всей экономике, включая доходность корпораций. Некоторые ошибочно считают, что снижение корпоративной прибыли, начавшееся в 2007 г. (см. рис. 1.1), послужило основной причиной падения фондового рынка и экономического краха. Однако в книге я подчеркиваю, что изменение доходности в ту или иную сторону само по себе является частью той же психологической реакции, которая влияет и на пузырь (на его рост или, наоборот, сдутие). Изменение уровня экономической активности, что отражает показатель ВВП, также воздействует на сам цикл пузыря, и последняя тенденция к снижению ВВП

---

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

<sup>2</sup> *Ibid.*, p. 231.

способствует тому, что мы думаем о сдутии пузыря, а это еще больше усугубляет падение. Доверие зависит не только от психологии людей, но также и от факторов, лежащих в границах реальной экономики.

Подобные спекулятивные развороты выявили и другие слабые места экономики, встряхнув всю систему и заставив ее работать в ненормальных условиях. В частности, проблемы возникают тогда, когда предприятия используют большие объемы заемных средств, а их активы обесцениваются. Другие проистекают из требований к капиталу финансовых институтов, его привязки к балансу и сокращения в результате использования учета активов по текущим ценам, что увеличивает давление на финансовую систему. Следующая категория проблем касается конфликта интересов в кредитных рейтинговых агентствах и непрозрачности ценных бумаг, обеспеченных активами. И наконец, проблемы, связанные с рисками контрагентов и хрупкостью финансовой системы, что показало банкротство Lehman Brothers в сентябре 2008 г., а также ряд других событий.

Несмотря на то что все эти проблемы подстегнули развитие кризиса, его причина не только в них. Более того, источник этих проблем лежит в резком развороте ситуации с ценами на активы, где уже сформировался пузырь, что можно увидеть на рис. 1.1 и 2.1. Теория спекулятивных пузырей, описанная в первых трех частях этой книги, представляет собой и теоретическое изложение истоков последнего кризиса и динамики его развития. Она объясняет, почему не возникла обеспокоенность, когда цены на активы росли бешеными темпами; почему многие оказались не способны увидеть сигналы об опасности, спрогнозировать наступление кризиса и предпринять оперативные меры по его локализации. Изложенная теория должна помочь нам разработать стратегию борьбы с будущими подобными кризисами.

В основе всех катаклизмов, с которыми мы сталкиваемся, лежит человеческая природа, отличная от наших представлений о человеке рациональном. И мы, как общество, должны этому противостоять, а также быть способными создавать экономические институты, защищающие нас от действий, в основе которых лежит иррациональный оптимизм.

## Предисловие ко второму изданию 2005 г.

В предисловии к первому изданию этой книги, которое вы сможете прочесть далее, я представил ее как исследование фондового бума тысячелетия, поразившего большую часть мира, что привело к кризису 2000 г. Некоторые из тех, кто прочел эту работу, говорили мне, что, на их взгляд, она шире. И они правы. На самом деле эта книга о поведении различных спекулятивных рынков, о незащищенности человека от ошибок и заблуждений, о неустойчивости капиталистической системы.

Во время подготовки первого издания – большей частью в 1999 г. – бум на фондовом рынке казался просто вечным. Индекс S&P 500 в 1995 г. вырос на 34 %, в 1996-м – на 20, в 1997-м – на 31, в 1998-м – на 26 и в 1999 г. – на 20 %. Примерно такими же темпами росли и фондовые рынки во многих других странах. Продолжительный рост не мог быть чистой случайностью, как многие тогда думали и в чем убеждали эксперты. Фондовый бум рассматривался как предвестник новой экономической эры. Но в своей книге я предлагал читателям совершенно иной, намного более скептический, взгляд на этот бум на фондовом рынке.

Когда в марте 2000 г. книга вышла из печати, я взял в Йеле творческий отпуск и отправился с ней в большое турне по десяти странам. Естественно, в тот момент никому и в голову не приходило, что именно в марте 2000 г. рынок достиг своего пика. Обсуждая с большим количеством людей допущенные ошибки, я думал, что это поможет при переиздании книги усилить представленные аргументы.

Даже спустя годы я четко помню некоторые примеры ошибочных суждений, связанных с человеческим фактором, с которыми я столкнулся в своей поездке. Я участвовал в ток-шоу на радио и услышал от одной слушательницы, что она просто *знает*, что я не прав: на фондовом рынке ярко выраженный повышательный тренд, и вообще рынок *должен* расти. Дрожь в ее голосе заставила меня задуматься, а чем вызваны подобные эмоции.

Я также помню человека, который *дважды* приходил на мои встречи с читателями, каждый раз садился в заднем ряду и был очень возбужден. Зачем он приходил второй раз и что его так тревожило?

Не могу забыть и то, как я выступал перед группой институциональных инвесторов, где представил свой, «медвежий», взгляд на рынок. Тогда один из ведущих портфельных менеджеров, согласившись с моими доводами, сказал, что он все же вынужден игнорировать все, что я говорил о его подходах к управлению портфелем. Он считал, что моего авторитета недостаточно для того, чтобы его клиенты и коллеги серьезно восприняли мою точку зрения, а он не может изменить состав портфеля, исходя лишь из особого мнения одного человека, даже если сам с ним согласен.

Но чаще всего я вспоминаю людей, которые с живым интересом слушали меня, а затем беспечно бросали, что они мне не верят. Относительно ситуации на фондовом рынке в обществе уже укоренились определенные стереотипы, имевшие мощное влияние на сознание людей.

После 2000 г. бум на фондовом рынке резко закончился; рынок США и других стран, переживавших до этого стремительный рост, существенно откатился назад от своих пиковых значений 2000 г. К моменту, когда индекс S&P 500 достиг дна, а это случилось в марте 2003 г., он уже потерял половину (с учетом коррекции на инфляцию). Такой результат изменил психологию инвестора.

В самом конце 2000 г. как-то за завтраком за одним столиком со мной оказалась семейная пара. К этому времени рынок уже существенно откатился от пика, а акции технологических компаний потеряли в весе больше половины. Жена поведала о том, как она занималась инвестициями, чтобы обеспечить свою семью, и в 1990-х гг. была более чем успешна. Муж одобрил. Теперь же, призналась она, ее чувству собственного достоинства нанесен

сокрушительный удар. По ее словам, понимание рынка с ее стороны было не чем иным, как иллюзией. Муж не возражал.

Но наравне с сильной эмоционально-психологической реакцией определенной группы людей на падение фондового рынка оказался довольно стойким и общий энтузиазм в отношении ценных бумаг – более стойким, чем можно было ожидать; и создается впечатление, что по большому счету он далеко не иссяк. Фондовый рынок не испытал столь уж значительного падения, как можно было бы предположить, глядя на чрезмерную переоцененность в 2000 г. (по крайней мере, пока) и по большей части это не сильно отразилось на психологии его участников.

Рынок ценных бумаг не достиг своего исторического уровня: соотношение цены и доходности акций, о чем также говорится в книге, до сих пор находится на уровне середины 1920-х гг., намного превышая среднее историческое значение. Кроме того, на рынке жилья возникла ситуация, когда средняя цена на дом порой в десять и более раз превышает подушевой доход покупателей. Иррациональный оптимизм никуда не исчез.

В общем и целом эта книга, начиная с первого издания 2000 г., представляет собой попытку понять изменения в сознании людей, чьи действия в конечном счете влияют на рынки. В ней говорится о психологии спекуляций; о механизме обратной связи, усиливающей психологический эффект; о стадном поведении, которым могут быть охвачены миллионы и миллиарды людей, и о его последствиях для экономики и для нас. Несмотря на то что изначально главным объектом книги было происходящее в тот момент в экономике, она также рассказывает и о том, как ошибочные человеческие суждения могут заразить даже самые умные головы, и все благодаря самонадеянности, невнимательности к деталям и излишнему доверию к чужому мнению. А это возникает из-за неспособности понять, что чужое мнение является не собственным мнением говорящего, а лишь пересказом услышанного от других. В итоге слепой ведет слепого.

Мнение информированного источника, которому люди склонны доверять по части экономических суждений, зачастую сродни мнению «призрачного человечка» из аллегорического романа Альдо Палаццески «Кодекс Перела» (**Il Codice di Perelà, 1911 г.**). Главный герой – человек-дым. В сущности, он – ничто, но смог создать публичный образ и завоевать авторитет – плод коллективного воображения, но затем общество изменяет свое отношение к нему и он растворяется в воздухе. Описанные в романе Палаццески события – наша реальность: ничем не подкрепленная вера, обрывки информации, слухи действительно вызывают продолжительные приступы иррационального оптимизма, которые в конечном счете влияют и на всю мировую экономику.

Для второго издания я переработал книгу и попытался расширить свою аргументацию в пользу того, что в условиях меняющейся экономической жизни и с точки зрения исследования последствий для нашей экономики и будущего в целом важным фактором служат изменения, вызванные новыми взглядами, иррациональными убеждениями и смещением центров внимания. Я заменил примеры таких изменений на более свежие. Но самое главное, я добавил еще одну главу (главу 2), посвященную беспрецедентному буму на рынке недвижимости, который, начиная с конца 1990-х гг., охватил многие страны. Кроме того, на протяжении книги я все больше останавливаюсь на теме спекуляций на рынке недвижимости. Помимо этого, по многим направлениям я расширил и упрочил свои основные аргументы. В течение более чем пяти лет с момента выхода первого издания я не переставал размышлять над поднятыми в книге вопросами. За это время я также значительно продвинулся в своих исследованиях в области поведенческой экономики.

Вопросы, которые ставятся в книге, имеют исключительную важность и актуальны по сей день. Люди в большинстве стран мира до сих пор слишком уверены в том, что фондовый рынок, а во многих местах и рынок жилья, будет чувствовать себя очень хорошо, но подобная

самоуверенность может привести к нестабильности рынка. Значительные всплески роста на этих рынках могут в конечном счете обернуться еще более значительными падениями. Хуже всего, если результатом подобных спадов станет существенный рост банкротств частных лиц, а вслед за ними – финансовых институтов. Другим долгосрочным последствием может стать снижение доверия потребителей и бизнеса и очередная, возможно глобальная, рецессия. Подобную крайность – как развитие ситуации в Японии начиная с 1990 г. – нельзя назвать неизбежной, но риск намного выше, чем все готовы это признать.

Чтобы такое развитие событий не слишком пугало, следует отметить, что мы уже живем в условиях, представляющих собой неприятные последствия нашей самоуверенности в прошлом. К 2002–2003 гг. фондовые рынки *многих* стран откатились от своих пиковых значений (2000 г.) как минимум наполовину и лишь чуть-чуть восстановились. Чрезмерное инвестирование со стороны корпораций, стимулировавшее бум на фондовом рынке, привело к значительному сокращению инвестиционных расходов в начале XXI в. и глобальной рецессии.

В результате бума 1990-х гг. в бизнесе возникла атмосфера сродни той, что существовала во времена золотой лихорадки. Многие так же вынуждены были принимать неверные решения, последствия которых еще много лет будут сказываться на нас. Подобные изменения в бизнес-среде частично явились результатом отхода от этических стандартов, ослабления веры в такие понятия, как добросовестность, честность, постоянство и ответственность в бизнесе. Падение рынка сопровождалось чередой скандалов с участием советов директоров корпораций, аудиторских фирм и взаимных фондов.

В конечном итоге годы расточительства привели к серьезным бюджетным проблемам как на местном, так и на общегосударственном уровне. В 1990-е гг., когда наблюдался подъем фондового рынка, инвесторы активно на этом зарабатывали, а экономика бурно развивалась, налоговые отчисления возрастали и правительства многих стран не могли удержаться от увеличения расходной части бюджета. После падения рынка и соответствующего снижения налоговых поступлений такие страны оказались в ситуации жесткого бюджетного дефицита. Его средний размер среди стран – членов Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) вырос с 0 % ВВП в 2000 г. до 3,6 % в 2004 г. В свою очередь дефицит государственного бюджета вызвал волну действий, направленных на сокращение расходов с далеко не равными последствиями для разных групп людей.

Еще одним следствием большого бума на фондовом рынке конца 1990-х стал стремительный рост цен на рынке недвижимости, начавшийся примерно в 1997–1998 гг. и набравший обороты во многих странах уже после 2000 г. Цены на жилье пошли вверх где-то в 1997 г., когда бум на фондовом рынке активно способствовал распространению новых экономических теорий – прихода «новой эры», и во многих городах до сих пор продолжают расти, несмотря на коррекцию рынка ценных бумаг. Мы еще ощутим все последствия такого изменения цен.

Нестабильность спекулятивных рынков оказывает все более растущее влияние на мировую экономику. Мы начали уделять особенно пристальное внимание непредсказуемым рынкам. Это не значит, что существующие рынки ценных бумаг становятся все в большей мере волатильными. Их волатильность скачкообразна, поэтому очень сложно распознать четкий повышательный тренд. Но люди все чаще играют на спекулятивных рынках, масштаб последних растет, как и сопутствующие риски. Каждый год появляются новые электронные торговые площадки, расширяется и перечень рискованных инструментов, которыми торгуют, растет и количество участников спекулятивных торгов – как в развитых, так и развивающихся странах.

В людях будет расти страх, что их будущее зависит от размера их благосостояния, а последнее очень нестабильно из-за изменчивости рынка. Поэтому через какое-то время они будут внимательнее следить за движениями на рынке. Все чаще можно слышать, что наша жизнь во многом зависит от цен на активы. Люди все больше верят в то, что они должны сами защищать свою частную собственность, и сомневаются в том, что могут положиться в деле

спасения на различные социальные институты, если что-то произойдет. Они видят в лице безжалостного капитализма будущее.

У такой экономической системы есть даже название – «общество собственников», которое любил использовать в том числе Джордж Буш-младший, бывший президент США. Люди должны сами распоряжаться своим будущим и планировать его как собственники во всех смыслах этого слова. Можно много говорить об обществе собственников с точки зрения стимулирования экономического роста. Но по своей природе оно способствует развитию спекуляций, а благодаря причудам психологии человека возникает огромное количество рисков, которыми мы должны как-то управлять.

Я не знаю, что случится в будущем, и не могу точно предугадать взлеты и падения рынков. Но я знаю, что, несмотря на значительные потери с начала 2000-х гг., кредит доверия к рынкам до сих пор довольно высок. Поэтому люди верят в то, что если они будут внимательно отслеживать все резкие колебания конъюнктуры при инвестировании, то в один прекрасный день станут богатыми, и никоим образом не готовятся к худшему.

## Краткое содержание

Книга начинается с двух вводных глав, в которых показана хронология взлетов и падений фондового рынка и рынка недвижимости. Глава 2, появившаяся в этом издании, представляет собой анализ рынка недвижимости в дополнение к главе 1, которая уже была в первом, где анализируется фондовый рынок. Обе главы дают возможность увидеть, насколько значительными были последние колебания на этих рынках, а также получить полное представление о перспективах развития тех или иных трендов.

В части I обсуждаются структурные факторы, способствующие развитию пузырей на рынке. Она начинается главой 3 – с рассуждения о факторах, стимулирующих колебания рынка: это события, связанные с политикой, технологиями, демографией и т. п. Список из 12 стимулирующих факторов, которые влияют на рынок, лишь немного отличается от варианта для первого издания, даже несмотря на то, что он теперь включает в себя факторы как для фондового рынка, так и для рынка недвижимости. В главе 4 доказывается, что определенные механизмы могут усилить влияние данных стимулирующих факторов. Они действуют с некоторой задержкой, поэтому взаимосвязь между движениями на рынке и подобного рода факторами проследить трудно. Когда такие события интерпретируются как благоприятные для инвестиций, определенные усилители могут со временем укрепить доверие к рынку даже несмотря на уже существующий, достаточно высокий, курс ценных бумаг. Повышение курса порождает цепочку последующих повышений цен, таким образом усиливая стимулирующие факторы и надувая спекулятивный пузырь. Если же события интерпретируются как неблагоприятные для инвестирования, то эти же усилители могут сработать противоположным образом, когда снижение курса влечет за собой серию последующих падений.

В части II рассматриваются общественно-культурные факторы, которые усиливают спекулятивный пузырь. Новостные СМИ, о которых речь пойдет в пятой главе, играют важную роль – они распространяют информацию, которая создает резонанс в среде инвесторов, зачастую вне зависимости от ее достоверности. В шестой главе анализируются внезапно возникающие новые экономические теории. В этом издании теории «новой эры» касаются как фондового рынка, так и рынка недвижимости. Их популярность создается действиями самих рынков, а не беспристрастным анализом истинной ценности информации. Из главы 7 вы узнаете о самых больших бумах на рынке ценных бумаг в разных странах за последние полвека и связанных с ними новых теориях.

В части III рассматриваются психологические факторы, лежащие в основе поведения рынка. В восьмой главе я постараюсь доказать, что истинная рыночная стоимость не может определяться в полной мере на основе экономической теории или финансовой, что существенно затрудняет соответствующие расчеты, поэтому для определения рыночной стоимости люди, как правило, полагаются на психологические ориентиры. В главе 9 описываются некоторые важные результаты социологических и социально-психологических исследований, которые позволяют понять, почему многие, такие разные, люди могут одновременно изменять свое мнение.

В части IV книги исследуются попытки известных ученых и специалистов объяснить возникновение пузырей на рынке с рациональной точки зрения. Глава 10 посвящена теории эффективных рынков. В одиннадцатой главе рассказывается о явлении, очень распространенном при возникновении пузыря, когда общественности вдруг становится известен какой-то важный факт, и это несмотря на то, что этот «факт» еще никем не доказан или, наоборот, уже широко известен в течение довольно длительного времени.

Двенадцатая глава части V посвящена последствиям спекулятивных пузырей для частных инвесторов, различных институтов и правительств. Здесь предлагается несколько рецептов

тов изменений политики, необходимых сейчас, когда оба рынка – ценных бумаг и недвижимости – уязвимы. Они представляют собой предложения по смягчению для частных инвесторов последствий «лопанья» пузыря.

Кроме того, я запустил сайт [irrationalexuberance.com](http://irrationalexuberance.com), где вы сможете найти самую свежую информацию по темам, поднятым в этой книге, а также постоянно обновляемые данные и графики.



## Предисловие к первому изданию 2000 г.

Эта книга представляет собой развернутый анализ последнего грандиозного бума на фондовом рынке, основанный на многочисленных опубликованных исследованиях и исторических фактах. Несмотря на то что отправной точкой книги является сегодняшняя ситуация, она рассматривается в общем контексте возникавших на фондовом рынке бумов, а предлагаемые конкретные решения по изменению политики могут быть приняты в качестве ответной реакции как на нынешний бум, так и на любой последующий.

Книга сегодня особенно актуальна, поскольку существуют масштабные и достаточно принципиальные расхождения во взглядах относительно фондового рынка. Если люди не согласны друг с другом по основным вопросам, то обычно у них просто нет целостной картины происходящего. Все же важный для всех консенсус может быть достигнут только при рассмотрении всех имеющихся фактов. При написании книги я попытался представить в ней более широкий спектр информации, чем, как правило, используют при подготовке подобного рода книг о рынке. Кроме того, переработав и обобщив информацию, я постарался создать подробную картину происходящего.

Почему американский фондовый рынок достиг такого высокого уровня на границе двух тысячелетий? Какие изменения послужили причиной роста цен? Каково значение этих изменений с точки зрения перспектив развития рынка в ближайшие годы нового тысячелетия? Способствуют ли сильные фундаментальные факторы поддержанию рынка на столь же высоком уровне, как сегодня, или же они в состоянии вывести его на более высокий уровень даже при наличии понижающей коррекции? Или же рынок растет только вследствие некоего охватившего его *иррационального оптимизма* – когда инвесторы выдают желаемое за действительное, что мешает нам реалистично воспринимать ситуацию?

Ответы на подобные вопросы чрезвычайно важны как с точки зрения частных лиц, так и всего государства. То, как мы оцениваем фондовый рынок сегодня и в будущем, влияет на основные решения в сфере экономической и социальной политики, которые воздействуют не только на инвесторов, но и на все общество в целом и даже на весь мир. Если существующая и будущая стоимость акций на рынке будет завышена, мы, как общество, можем вложить слишком много средств в новые проекты и расширение бизнеса и слишком мало – в инфраструктуру, образование и другие формы человеческого капитала. Если мы оцениваем рынок выше его возможностей, мы начинаем проявлять самонадеянность в отношении финансирования пенсионных планов, поддержания нормы сбережений и улучшения системы социальной защиты, а также введения новых форм социального страхования. Кроме того, мы можем лишиться возможности использовать передовые финансовые технологии для разработки новых решений, чтобы бороться с реальными рисками, грозящими нашим домам, городам, источникам средств к существованию.

Для ответа на эти вопросы о сегодняшнем фондовом рынке я использую соответствующую информацию из различных и, как некоторым покажется, весьма далеких от объекта исследования областей. Сигналы, подаваемые оттуда, зачастую остаются незамеченными аналитиками, но они доказали свою важность при определении схожих ситуаций в истории, а также на других рынках мира. Это и экономика, и психология, и демография, и социология, и история. Помимо традиционного финансового анализа это еще и иное видение рассматриваемых вопросов. Многие подходы взяты из такой активно развивающейся области, как поведенческие финансы, которая с годами все больше превращается из подраздела в одну из главных составляющих теории финансов.

Я упростил все наиболее значимые идеи, предложенные исследователями в этих областях. В общем и целом их суждения сводятся к тому, что современный фондовый рынок демон-

стрирует классические признаки спекулятивного пузыря: налицо временное повышение котировок на рынке, за которым стоит в большей степени энтузиазм инвесторов, чем корректная оценка реальной стоимости акций. В таких условиях, даже если рынок в состоянии поддерживать или существенно повышать уровень котировок, перспективы развития фондового рынка в следующие 10–20 лет можно будет назвать безрадужными, а скорее – опасными.

Я не собираюсь представлять здесь какую-то совершенно новую концепцию поведения финансового рынка. Книга не является работой по экономической теории или эконометрике, хотя отчасти и затрагивает эти области. Это скорее попытка охарактеризовать сегодня сложную природу наших рынков, учитывая при этом, насколько они соответствуют или не соответствуют нашим ожиданиям и моделям. Собрав наиболее важные факты (экономические и неэкономические), характеризующие состояние рынка, я хочу скорректировать рискованный, на мой взгляд, курс, который взят многими политиками и экономистами. Также я надеюсь призвать гениев финансовой мысли пересмотреть свои теории, проверив их с помощью приводимых мной фактов, говорящих о том, что курс акций или цена на рынке – это больше, чем просто сумма доступной экономической информации, как обычно считают сегодня.

За последние годы такое направление теории финансов, в основе которого лежит предположение, что все люди ведут себя исключительно рационально и экономно, превратилось в важнейший аналитический способ демонстрации нашего превосходства над рынком. Финансисты-теоретики, рассматривающие цену рынка как эффективный преобразователь финансовой информации, оказали сильное влияние на системное управление мировым богатством – начиная от биржевых спекулянтов, скупающих акции, и заканчивая Федеральной резервной системой. Но большинство ученых в области финансов и экономики избегают публичных высказываний о состоянии фондового рынка (однако за обедом или кружкой пива достаточно охотно говорят на эту тему), поскольку не желают, чтобы их поймали на неспособности доказать свое мнение. С видом научной беспристрастности специалисты по финансовой экономике склонны возвратиться к простой, но красивой модели рыночной эффективности, чтобы оправдать свою профессиональную точку зрения.

Однако, если обсуждается проводимая политика, чрезмерное доверие к таким первоначальным моделям сопряжено с серьезными рисками, так как эти модели применимы только в тех ситуациях, для решения которых необходима научная точность. Тот, кто стремится быть максимально точным, рискует слишком сузить проблему, а значит, оторваться от реальности. Доказательства, представленные в этой книге, говорят о том, что подлинная сущность сегодняшнего фондового рынка заключается в том, что это некий испытательный полигон. Чтобы теорию финансов можно было бы применить на практике, все экономисты в конечном счете вынуждены будут столкнуться с тяжелыми реалиями рынка. Между тем участники обсуждений и формирования экономической политики должны, пока не поздно, распутать клубок факторов, влияющих на рынок.

Одним из непредвиденных последствий сегодняшней культуры инвестирования является тот факт, что десятки миллионов частных инвесторов ведут себя так, словно курс акций и дальше будет расти такими же темпами. Даже если фондовый рынок по каким-то показателям выше, чем когда-либо прежде, инвесторы продолжают действовать таким образом, как если бы он не мог взлететь слишком высоко или надолго опуститься. Почему они так себя ведут? Их логика сродни аргументам «безбилетников». То есть если миллионы исследователей и инвесторов отслеживают курсы акций и подтверждают их стоимость, зачем тратить время на то же самое? Можно также бесплатно воспользоваться результатами труда прилежных инвесторов, которые занимаются анализом курсов, и делать то же, что и они, – покупать акции!

При этом большинство инвесторов не задумываются, можно ли доверять качеству анализа фондового рынка, не говоря уже о четкости и точности, с которыми его результаты предоставляют широкой общественности. Некоторые так называемые исследования зачастую выгля-

дят не намного серьезнее гаданий на кофейной гуще. Приводимые в них аргументы, что индекс Dow Jones достигнет отметки 36 000 или 40 000 и даже 100 000 пунктов, не внушают доверия. Безусловно, некоторые исследователи рассуждают более реалистично относительно перспектив развития рынка и их прогнозы намного точнее, но вы не встретите их имен на первых полосах таблоидов, а значит, они не могут повлиять на общественное мнение.

Вместо этого мы видим повышенную тягу СМИ к разного рода домыслам и мнению «звезд» о состоянии фондового рынка. Масс-медиа, как и их авторы, в погоне за вниманием читателей, слушателей и зрителей, как правило, весьма поверхностно относятся к рассматриваемой проблеме, что способствует распространению искаженного представления о рынке. В результате возникло расхожее мнение, что курсы ценных бумаг могут расти бесконечно. Общественность приучилась мыслить именно так. Надо отдать должное профессионалам с Уолл-стрит, выступающим по ТВ, на радио, в газетах и журналах, но им трудно изменить общепринятую точку зрения, так как они ограничены возможностями аннотаций и цитирования их мнений. Чтобы прояснить подобные вопросы, следует писать книги. Перед вами одна из таких книг.

Уже говорилось что, согласно общепринятому мнению, фондовый рынок в целом всегда был и будет наиболее привлекательным местом для инвестиций, даже если по историческим меркам он будет переоценен. Мелкие инвесторы при формировании своих пенсионных фондов все больше тяготеют к инвестированию в акции. В результате все большую популярность приобретает политика 100 %-ного вложения средств фондов в акции. При этом они словно повинуются некой неведомой силе. Этим пользуются компании с неограниченными возможностями по продаже собственных акций. «Вам нужны акции? Мы готовы вам их продать».

Кроме того, большинство инвесторов относятся к фондовому рынку как к природной стихии, не понимая, что они сами и определяют курс акций на рынке. Они недооценивают тот факт, насколько одинаково мыслят те, кто покупает акции. Многие частные инвесторы считают, что институциональные инвесторы играют доминирующую роль на рынке, что у этих сведущих людей есть современные модели, которые позволяют им понять, как ведут себя цены, и что эти знания исключительны. Немногие из них понимают, что большинство институциональных инвесторов в общем и целом также с трудом представляют себе, что будет с рынком завтра. Короче говоря, курс акций в какой-то степени определяет самореализующийся прогноз, основанный на одинаковом предчувствии крупных и мелких инвесторов и поддержанный массмедиа, которые обычно с радостью подтверждают их общую точку зрения.

Когда в марте 1999 г. промышленный индекс Dow Jones впервые пробил планку в 10 000 пунктов, инвестиционный банк Merrill Lynch разместил на целую полосу рекламу под заголовком: «Даже такие, как мы, приверженцы строгой долгосрочной стратегии не могут не воскликнуть “Здорово!”». В нижнем левом углу страницы, рядом с кривой курса акций, застывшей на отметке в 10 000 пунктов, красовалась надпись: «Достижение человечества». Если это и есть достижение, с которым надо поздравлять, тогда давайте поздравим и всех тех, кто представляет красочные отчеты об оценке своей работы.

Сегодня в воздухе витает дух чрезвычайно завышенных ожиданий, если не сказать иррационального оптимизма. Люди оптимистично настроены в отношении будущего фондового рынка. Не хватает трезвого взгляда и способности предвидеть понижательную тенденцию и ее последствия. Если индекс Dow Jones упадет до 6000 пунктов, потери могут составить сумму, эквивалентную стоимости всей жилой недвижимости Соединенных Штатов. Это в разной степени негативно отразится как на отдельных людях, так и на пенсионных фондах, спонсорских фондах колледжей и университетов, а также на благотворительных организациях.

Мы обязаны понять, является ли рыночный курс сегодня, завтра или в любой другой момент времени адекватным отражением экономической реальности, поскольку нам, простым гражданам, необходимо знать, какими деньгами мы располагаем. Исходя из этой оценки, мы

будем принимать решение, как тратить деньги, в том числе на еду и одежду. Следует понимать, что влияет на развитие рынка в долгосрочной перспективе, именно в этом и должна помочь эта книга.

## Благодарности

Я выражаю благодарность Джереми Сигелу, который, несмотря на абсолютное несогласие с выдвигаемыми мной идеями, настоятельно убеждал меня опубликовать их в виде книги. Джереми – настоящий подстрекатель и мой большой друг. Мы часто отдыхаем семьями. И пока мы гуляем по пляжу или наблюдаем, как наши дети ловят рыбу, он рассказывает мне о своем понимании финансов, которое отличается от моего. После выхода первого издания этой книги нас часто называли антагонистами: он – бык, а я – медведь. На самом деле у нас много общего.

Также я признателен Джону Кэмпбеллу, моему бывшему студенту, соавтору по десятку совместных научных работ, посвященных финансовым рынкам, а также близкому другу. Помогая сформулировать многие идеи, которые легли в основу этой книги, он стал моей интеллектуальной «второй половиной». Общими усилиями мы значительно улучшили мою работу по волатильности финансовых рынков. Кроме того, он сделал немало полезных предложений по этой книге и дал ценные комментарии по самой рукописи.

Хочу поблагодарить Питера Догерти, моего редактора из Princeton University Press, оказавшего огромное влияние на то, как должна выглядеть книга, – именно он помог определить ее структуру. Он практически стал моим соавтором. Питер Струпп и сотрудники Princeton Editorial Associates оказали неоценимую помощь на этапе предпечатной подготовки книги.

Благодаря постоянной поддержке и пониманию моей помощницы Кэрол Коупленд я смог пережить все трудности работы над книгой. Я признателен судьбе за то, что рядом со мной в тот момент также были и мои блестящие ассистенты: Эрик Бэйр, Йигит Бора Бозкурт, Питер Фабрицио, Джон Фогнер, Херардо Гарсиа Лопес, Майкл Гоусгоунис, Уильям «Дрю» Халуска, Эрик Хьялмарссон, Юаньфэн Хоу, Мурад Дживрадж, Олстон Ламберт II, Энтони Линг, Луис Манчилла, Стивен Павличек и Кинде Вубне.

Я благодарен моим друзьям и коллегам, которые нашли время и прочли рукопись, за их развернутые комментарии и советы. Это Стефано Атанасоулис, Джон Геанакопλος, Уильям Конигсберг, Стивен Моррис, Шэрон Остер, Джей Риттер, Мартин Шубик и Джеймс Тобин.

Большое спасибо коллегам из фонда поддержки экономических исследований им. Коулза при Йельском университете: Глене Эймс, Дональду Брауну, Стефану Кригеру, Стивену Моррису и Уильяму Нордхаусу. Я также выражаю благодарность основателю фонда, ныне покойному Альфреду Коулзу III – инвестиционному менеджеру первой половины XX в. и покровителю математической экономики. Он свел воедино все данные по дивидендам и доходам до 1926 г., которые использованы в книге.

Я признателен моим коллегам из Международного финансового центра при Йельском университете: его директору Уильяму Гетцманну, а также Чжиу Чэню, Роджеру Ибботсону, Илаю Леви, Сумитре Судхир, Джиму Снайдеру, Айво Уэлчу и Джеффри Верглеру. Роджер, предрекавший в 2000 г. фондовому рынку блестящее будущее и читавший лекции на тему «Dow Jones – 100 000 пунктов», стал моим дружественным оппонентом.

Особенно весомой была поддержка со стороны моего коллеги Карла Кейса, профессора Колледжа Уэллсли. Я познакомился с ним после выхода в 1986 г. его статьи, в которой он пытался изложить причины скачка цен на рынке недвижимости в Бостоне. Через два года мы впервые провели анкетный опрос покупателей жилья. С тех пор мы работаем вместе, пытаясь понять психологию рынка недвижимости. Благодаря поддержке Йельской школы менеджмента мы продолжаем обновлять данные нашего исследования.

Спасибо Bracebridge Capital, Fuller & Thaler Asset Management, LSV Asset Management и фонду Рассела Сейджа за спонсорскую поддержку семинаров по поведенческим финансам, которые мы с Ричардом Талером с 1991 г. проводили в Национальном бюро экономических исследований, а также Федеральному резервному банку Бостона, который с 1994 г. совместно

с фондом Рассела Сейджа финансировал наши с Джорджем Акерлофом семинары по поведенческой макроэкономике. Термин «поведенческая экономика» относится к области исследований рынков, учитывающих поведение человека, включая аспекты психологии и социологии. Книга вобрала в себя труды ученых в такой новой сфере, как поведенческая экономика – эта наука начинает укреплять свои позиции в программах экономических и финансовых факультетов университетов.

На протяжении более 20 лет значительную часть моих исследований я провел при поддержке Национального научного фонда США, что позволило мне сосредоточить внимание исключительно на работе и не думать об источниках финансирования. Whitebox Advisors, под руководством Эндрю Редлифа, предоставил Йельскому университету грант на проведение исследований в области поведенческой экономики, что также способствовало подготовке второго издания книги.

Кроме того, я хотел бы выразить благодарность за продуктивное обсуждение Брэду Барберу, Скотту Бурману, Дэвиду Коландеру, Роберту Эликсону, Рэю Фэйру, Питеру Гарберу, Джеффри Гартену, Кристиану Голье, Сунилу Готтипати, Тревору Гритхэму, Стэнли Хэмилтону, Анн Лаферрер, Джонатану Лэйнг, Рики Лэму, Синьдань Ли, Янь Ли, Джастину Йифу Лину, Бенуа Мерсеро, Джону Рею, Колину Робертсону, Цуру Сомервиллю, Нассиму Талебу, Филиппу Трэнару, Марку Варшавскому, Олегу Замулину, Юн Чжану и Нин Чжу. Я признателен Йосиро Цуцуи из Осацкого университета и Фумико Кон-Иа из Японского института исследований ценных бумаг за многолетнее сотрудничество в области исследований отношения инвесторов к рынку как на японском, так и американском рынке. Огромное спасибо Жозефин Ринальди и Уолту Сметана из CompuMail. Безусловно, я должен также поблагодарить огромную армию инвесторов, которые нашли время и приняли участие в анкетировании.

Особое спасибо моей жене, Вирджинии Шиллер, клиническому психологу, за то, что смогла по-настоящему увлечь меня психологией и убедила в ее важности для экономики. На протяжении всего процесса подготовки книги она внимательно читала и делала критические замечания, а также помогала наиболее точно сформулировать идеи. Я работал день и ночь, и все это время она оставалась истинной хранительницей нашего домашнего очага.

## Глава 1

### Фондовый рынок в исторической перспективе

Когда Алан Гринспен, находясь на посту председателя Федеральной резервной системы (ФРС), впервые использовал термин *«иррациональный оптимизм»*, чтобы описать поведение инвесторов на фондовом рынке, все буквально заиклилось на этих словах<sup>[1]</sup>. Это было 5 декабря 1996 г. в Вашингтоне на официальном обеде – его выступление транслировалось на весь мир. После его речи фондовые рынки ушли в крутое пике. В Японии индекс Nikkei упал на 3,2 %, в Гонконге Hang Seng – на 2,9 %, в Германии DAX – на 4 %. Британский индекс FTSE 100 в какой-то момент рухнул на 4 % в течение дня, а в США на следующее утро промышленный индекс Dow Jones почти в самом начале торгов снизился на 2,3 %. Подобная негативная реакция рынков по всему миру на эти два слова, произнесенных в середине выдержанной и ничем не примечательной речи, выглядела полным абсурдом. Так забавная история, повествующая о сумасшествии рынков, получила мировую известность.

Со временем история забылась, но слова *«иррациональный оптимизм»* всплывают вновь и вновь. Постепенно они стали самой известной цитатой Гринспена – крылатой фразой для всех, кто следит за ситуацией на рынке.

Почему люди до сих пор вспоминают об *«иррациональном оптимизме»*? Думаю, что эти два слова наиболее удачно характеризуют то социальное явление, которое проницательные люди наблюдали собственными глазами в 1990-е гг. и которое периодически возникает, когда под влиянием массового психоза рынки растут и достигают неоправданных высот.

В последнюю декаду XX в. большие скачки продолжились и многие отмечали, что в воздухе витает дух чего-то иррационального, природу которого еще трудно определить. Это не было эйфорией инвесторов и проявлением сумасшествия, как любят описывать некоторые «специалисты», называя ранние спекулятивные всплески на рынке бумом образца 1920-х гг. Эти авторы явно приукрашивали историю. Иррациональный *оптимизм* не является *таким уж* сумасшествием. Некогда популярные понятия «спекулятивная мания» или «спекулятивная оргия» кажутся теперь слишком сильными выражениями для описания того, что мы пережили в 1990-е гг. Это больше походило на некие неразумные действия, о которых мы помним, что совершили их в какой-то момент своей жизни, когда наш энтузиазм взял над нами верх. Термин «иррациональный оптимизм» очень точно описывает то, что происходит, когда рынки слишком перегреты.

Иррациональный оптимизм – психологическая основа формирования спекулятивного пузыря. Я определяю последний как ситуацию, при которой новости о повышении цен подстегивают энтузиазм инвестора, распространяющийся, как инфекция, от человека к человеку, все больше преувеличивая рассказываемые истории, оправдывающие рост цен. В результате на рынок приходят все новые инвесторы, которых, несмотря на их сомнения относительно реальной цены объекта инвестиций, привлекает отчасти зависть к чужим успехам, а отчасти – азарт игрока. В книге будут рассмотрены различные составляющие определения пузыря.

Свою речь об «иррациональном оптимизме» Гринспен произнес в 1996 г. практически накануне того, что можно назвать особым историческим периодом – временем спекулятивного роста на фондовом рынке. В начале 1994 г. промышленный индекс Dow Jones (или просто Dow) находился на уровне 3600 пунктов. В марте 1999 г. он впервые пробил планку в 10 000. И через две недели с момента наступления нового тысячелетия, а именно 14 января 2000 г., Dow достиг своего пика – 11 722,98 пунктов. За пять лет рынок утроился. Спустя пару месяцев остальные фондовые индексы также достигли своих пиковых значений. В последующие годы, включая время работы над книгой, фондовый рынок никогда больше не поднимался

так высоко. Любопытно, что этот пик Dow (как и других индексов) пришелся почти на конец празднования нового тысячелетия. Выглядело это так, словно само празднование было частью того, что стимулировало рынок двигаться вперед, а наступившее позже похмелье стало причиной резкого отката.

Для роста фондового рынка с 1994 г. по 2000 г. объективных причин не было. Основные экономические показатели были далеки от утроения. За тот же период времени ВВП Соединенных Штатов вырос менее чем на 40 %, а совокупная прибыль корпораций менее чем на 60 %, и все это после временной рецессии. Поэтому на фоне этих цифр подобный рост курса ценных бумаг был неоправдан.

На рис. 1.1 показана динамика изменения реального (скорректированного на инфляцию с использованием индекса потребительских цен) сводного фондового индекса Standard and Poor's (S&P), рассчитываемого ежемесячно: он более полно отражает изменения курса на фондовом рынке, чем Dow, так как начиная с 1957 г. включает в себя акции 500 компаний, а не 30, как у конкурента<sup>[2]</sup>. Инфляционная коррекция была необходима потому, что общий уровень цен временами был очень нестабилен (правительство печатало много денег, что взвинчивало цены), тогда как нескорректированные цифры создали бы иллюзию реального роста на фондовом рынке. Курсы акций представлены за период с 1871 по 2005 г. (верхняя кривая), так же как и общая доходность (прибыль на акцию) акций корпораций, включенных в этот индекс (нижняя кривая)<sup>[3]</sup>.



Рис. 1.1. Курс и доходность акций, 1871–2009 гг.

Сводный фондовый индекс S&P (скорректированный с учетом инфляции), рассчитываемый ежемесячно за период с января 1871 г. по май 2009 г. (верхняя кривая), и доходность S&P Composite, скорректированная на инфляцию, за период с января 1871 г. по декабрь 2008 г. (нижняя кривая).

*Источник:* расчеты автора с использованием данных S&P Statistical Service; Бюро трудовой статистики США; Cowles and Associates, “Common Stock Indexes”; а также Warren and Pearson, “Gold and Prices”. См. также примечание 3. (Обновление после 2005 г. выделено серым.)



Примерно в то же самое время существенный рост курсов акций произошел во многих других странах, и фондовые рынки этих стран достигли пика почти одновременно – в начале 2000 г. На рис. 1.2 показаны цены на акции в десяти странах. Как видно из графика, за период с 1995 по 2000 г. реальные показатели фондового рынка Бразилии, Франции, Китая и Германии почти утроились, в то время как в Великобритании едва удвоились. В 1999 г., за год до пика, средний темп реального роста курса акций в указанных десяти странах составил 58 %. В том же году все страны испытали резкий скачок курса акций, и даже в Великобритании, где он был самым маленьким, он все равно оставался внушительным (16 %). В течение 1999 г. фондовые рынки Азии (Гонконг, Индонезия, Япония, Малайзия, Сингапур и Южная Корея) и Латинской Америки (Чили и Мексика) также заработали огромную прибыль. Это был поистине грандиозный бум мирового масштаба.



Рис. 1.2. Курс акций в десяти странах мира с января 1995 г. по июнь 2004 г.

Реальные (скорректированные по инфляции) месячные цены закрытия в Бразилии (Bovespa), Китае (SE Shang Composite), Франции (CAC), Германии (DAX), Индии (Sensex), Японии (Nikkei), Кореи (KOSPI), Мексике (Mexbol), Великобритании (FTSE 100), а также США (NASDAQ Composite), скорректированные на месячный индекс потребительских цен страны и соотнесенные с показателями на январь 1995 г. (принятыми за 100 единиц).

*Источник:* сборники по международной финансовой статистике Bloomberg и Международного валютного фонда.

И если вновь посмотреть на рис. 1.1, на котором представлена более продолжительная хронология индекса S&P, можно увидеть разницу между поведением рынка в последние годы и в далеком прошлом. Как показывает график, рынок в общем и целом рос, начиная с момента достижения дна в июле 1982 г. и заканчивая мартом 2000-го. Резкий взлет котировок в период с 1995 по 2000 г. был самым значительным: индекс вел себя словно ракета, пролетающая через

вершину графика, но ее двигатель затем начинал чихать, и она падала. Этот самый значительный за всю историю бум на фондовом рынке можно назвать бумом тысячелетия<sup>[4]</sup>.

Взлет и падение рынка ценных бумаг после достижения пика в 2000 г. определенно связаны с изменением доходности. Как можно увидеть на рис. 1.1, показатель совокупной доходности акций компаний, входящих в S&P 500, в конце 1990-х отражает очень быстрый рост вплоть до краха 2000 г. Но исторически доходность в общем и целом менялась не так резко, как курс акций. Фактически она колебалась в районе кривой медленного, но уверенного роста, сохранявшегося на протяжении более чем столетия.

Из рис. 1.1 видно, что никогда прежде в истории фондового рынка курс акций не вел себя так, как это было в 2000 г. Конечно, был известный всем разгон рынка в 1920-е с последующим крахом в 1929 г. На рис. 1.1 этот бум показан в виде остроугольной фигуры изменения курса. Если же сделать поправку на меньший объем рынка того времени, то можно признать, что события 1920-х гг. в какой-то степени напоминают недавний рост фондового рынка, но это единственный эпизод за всю историю, с которым можно сравнить последний бум.

Был также резкий всплеск в конце 1950-х и начале 1960-х гг., результатом которого стало наступление «штиля» на добрые пять лет, после чего в 1973–1974 гг. на фондовом рынке случился крах. Но рост курса акций во время этого бума был не столь велик по сравнению с 1990-ми.

## Соотношение цены акции к доходу по ней

На рис. 1.3 показан коэффициент цена-прибыль – это реальный (скорректированный на инфляцию) сводный индекс S&P, деленный на скользящее среднее реальной доходности акции за десять лет.



Рис. 1.3. Коэффициент цена-прибыль и процентные ставки в период с 1881 по 2009 г.

Ежемесячные показатели коэффициента цена-прибыль с января 1881 г. по май 2009 г. Числитель: реальный (скорректированный на инфляцию) сводный фондовый индекс S&P за январь. Знаменатель: скользящее среднее за предыдущие десять лет реальной доходности S&P Composite. Даты пиков обозначены.

*Источник:* расчеты автора с использованием данных рис. 1.1. Процентная ставка – доходность (номинальная) долгосрочных облигаций, выпускаемых правительством США, с января 1881 г. по март 2009 г. (автор соединил два временных ряда долгосрочных процентных ставок)<sup>[5]</sup>. (Обновление с 2005 г. выделено серым.)

Точки на графике – ежемесячные данные за период с января 1881 г. по январь 2005 г. Коэффициент цена-прибыль показывает взаимосвязь между рыночным курсом акций и реальной способностью корпораций получать прибыль. Я использую десятилетнюю среднюю реальной доходности в качестве знаменателя, руководствуясь принципами, предложенными Бенджамин Грэмом и Дэвидом Доддом в 1934 г. Десятилетняя средняя сглаживает такие отклонения, как временный резкий рост доходности во время Первой мировой войны и, наоборот, временное сокращение прибыли корпораций в период Второй мировой, а также частые взлеты и падения, которые мы наблюдаем в течение делового цикла<sup>[6]</sup>. Обратите внимание на громадный скачок после 1997 г., когда коэффициент неуклонно рос, пока не пробил 24 марта 2000 г. максимум на отметке в 47,2. Никогда прежде коэффициент цена-прибыль не был так высок. Ближайшая параллель, которую можно провести, это сентябрь 1929 г., когда показатель достиг отметки в 32,6.

В 2000 г. доходность была достаточно высока по сравнению с показателями доходности долгосрочного инвестирования по Грэму и Додду, но в этом не было ничего из ряда вон выходящего. Вот что точно было необычным в том же году, так это то, как вел себя курс акций (это можно также увидеть и на рис. 1.1), а не их доходность.

Такую нехарактерную динамику курса акций в период с 1990 по 2000 г. можно отчасти объяснить необычным поведением прибыли корпораций, которая отражалась в их финансовых отчетах. Многие эксперты тогда отмечали чрезмерный рост доходности акций на протяжении пяти лет до 1997 г.: реальный сводный показатель прибыли на акцию S&P Composite за этот отрезок времени увеличился более чем в два раза, и такого стремительного роста в течение всего пяти лет рынок не видел почти полвека. Год 1992-й стал годом окончания рецессии, в период которой уровень прибыли падал<sup>[7]</sup>. Подобные всплески роста прибыли после рецессий случались и прежде. Так, например, с 1921 по 1926 г. реальная прибыль действительно увеличилась более чем в четыре раза. Это была пора процветания – «бурные 20-е» сменили сильнейшую рецессию, закончившуюся в 1921 г. Также удвоение реальной прибыли за пять лет имело место после окончания депрессии 1890-х гг., Великой депрессии 1930-х и Второй мировой войны.

В 2000 г., на пике рынка, для экспертов существовал соблазн экстраполировать рост доходности и поверить в то, что ряд фундаментальных изменений в экономике дадут толчок новому тренду роста этого показателя. Несомненно, всеобщие разговоры о наступлении нового тысячелетия стимулировали подобные мысли. Однако было бы разумнее, исходя из цикличности поведения доходности на протяжении истории, предположить разворот этого показателя на 180 градусов.

Резкое сокращение прибыли корпораций в 2000–2001 гг., крупнейшее в процентном измерении с 1920–1921 гг., безусловно, является одной из причин падения рынка. Это, конечно, подорвало уверенность в надежности новой высокотехнологичной экономики. Но вопрос в том, как интерпретировать снижение доходности. В четвертой главе мы будем говорить о том, что подобное снижение можно рассматривать с разных сторон, в том числе и как результат влияния психологии инвесторов, приводящей к коллапсу на рынке. Отрицательная динамика доходности после 2000 г. была отчасти связана и с чисто формальной бухгалтерской реакцией на падение курса акций, поскольку теперь, согласно требованиям отчетности, компании обязаны были корректировать свою доходную часть на величину потерь в стоимости их ценных бумаг, а после краха фондового рынка эти потери были весьма существенны.

## Когда коэффициент цена-прибыль был высоким

Как видно из рис. 1.3, коэффициент цена-прибыль трижды достигал достаточно высокого уровня, но никогда не превышал значения 2000 г. Первый пик пришелся на июнь 1901 г., когда коэффициент добрался до отметки в 25,2 (рис. 1.3). Его можно было бы назвать «пиком XX в.», так как это произошло практически в период празднования наступления нового века (новое столетие наступало 1 января 1901-го, а не 1900 г.)<sup>[8]</sup>. Высшая точка была достигнута после двукратного роста реальной прибыли в течение пятилетнего периода восстановления американской экономики после депрессии 1890-х гг.<sup>[9]</sup> Максимальное значение коэффициента цена-прибыль пришлось на момент, который последовал за резким ростом этого показателя с июля 1900 г. по июнь 1901 г., когда за 11 месяцев он прибавил 43 %. Это было связано с возникшим на рубеже веков оптимизмом, с избыточными надеждами на процветание и переоценкой роли новых технологий.

После 1901 г. не было какого-то мгновенного падения реальных цен на акции. Следующие десять лет они балансировали на уровне или чуть ниже значений 1901 г. и лишь затем рухнули. К июню 1920 г. фондовый рынок потерял 67 % своей реальной стоимости, пришедшейся на июнь 1901 г. В течение следующих пяти лет с момента достижения своего очередного пика в июне 1901 г. фондовый рынок показывал реальную доходность (включая дивиденды) на уровне 3,4 % в год, т. е. чуть выше реальной процентной ставки. Если рассматривать среднюю реальную доходность за 10 лет с этой же даты, то она составила 4,4 %, за 15 лет – 3,1 %, а за 20 лет – минус 0,2 %<sup>[10]</sup>. Такая доходность ниже наших ожиданий от фондового рынка в целом, хотя если кто-нибудь попридержал бы бумаги до 1920-х гг., то их доходность могла быть значительно выше.

Вторым примером высокого коэффициента цена-прибыль является пик, которого достиг рынок в сентябре 1929 г. – наивысшая точка за все 1920-е гг. и вторая по величине за всю историю. После господства на рынке 1920-х гг. «бычьих» настроений коэффициент достиг отметки в 32,6. Как все мы знаем, рынок был низвергнут с такой высоты и к июню 1932 г. потерял 80,6 % индекса S&P. Снижение реальной стоимости ценных бумаг было значительным и долгим. Реальный индекс S&P Composite смог вернуть себе позиции сентября 1929 г. только в декабре 1958 г. В течение пяти лет с сентября 1929 г. средняя реальная доходность фондового рынка (включая дивиденды) составляла –13,1 % в год; в течение следующих 10 лет – 1,4 %; следующих 15 лет – 0,5 %; и следующих 20 лет – 0,4 % в год<sup>[11]</sup>.

В третий раз коэффициент цена-прибыль достиг больших высот в январе 1966 г., когда он, как показано на рис. 1.3, добрался до локального максимума в 24,1. Его можно было бы назвать «пиком Кеннеди – Джонсона», поскольку он многим обязан авторитету и харизме тогдашнего президента США Джона Кеннеди и поддержке его вице-президентом и преемником Линдоном Джонсоном. Новый пик стал результатом возвращения на рынок «бычьих» настроений и стремительного 52 %-ного роста реального курса на протяжении пяти лет, с мая 1960 г. Такой скачок, в результате которого коэффициент цена-прибыль достиг своего локального максимума, соответствовал также резкому росту реальной прибыли, составившему 36 %. Рынок отреагировал на увеличение прибыли, исходя из ожидания, что оно продолжится, но, конечно же, этого не случилось. В последующие десять лет рост реальной прибыли был незначительным. Что касается реального курса, этот показатель «прыгал» вокруг своего пика в январе 1966 г., превысив его где-то в 1968 г., а затем откатившись обратно. Реальный курс акций к декабрю 1974 г. «похудел» на 56 % от своей стоимости в январе 1966 г. и вернулся на тот же уровень лишь в мае 1992 г. Средняя реальная доходность на фондовом рынке (включая дивиденды) после января 1966 г. на протяжении пяти лет составляла –2,6 % в год; в последующие десять лет –1,8 %; в последующие 15 – 0,5 %; и в последующие 20 лет – 1,9 %.

Эти примеры временного повышения курса свидетельствуют о том, что иррациональный оптимизм не является чем-то новым и связанные с ним эпизоды всегда заканчиваются не очень хорошо. В главе 10 мы еще вернемся к прогностическим возможностям коэффициента цена-прибыль.

## Процентные ставки

График на рис. 1.3 включает также изменение процентных ставок или доходности долгосрочных государственных облигаций. Процентные ставки – одна из наиболее часто обсуждаемых тем, имеющих отношение к фондовому рынку. Во время бума на рынке ценных бумаг в 1990-е многие отмечали снижение процентных ставок. Фактически, процентные ставки так или иначе продолжали снижаться еще с 1982 г., когда фондовый рынок достиг своего очередного дна. В 1990-х гг. многие придерживались идеи, что снижение процентных ставок может быть причиной роста курса акций на фондовом рынке.

В отчете о кредитно-денежной политике, приуроченном к выступлению Алана Гринспена перед конгрессом в июле 1997 г.<sup>[12]</sup>, утверждалось, что между доходностью десятилетних облигаций и коэффициентом цена-прибыль с 1982 г. существует заметная отрицательная корреляция. Действительно, между процентными ставками и коэффициентом цена-прибыль прослеживалась взаимосвязь. Фактически с середины 1960-х до начала 1980-х гг. процентные ставки росли, а коэффициент цена-прибыль снижался. С начала 1980-х гг. и по конец 1990-х, когда состоялось выступление Гринспена, процентные ставки снижались, а курс акций на рынке рос. Взаимозависимость между уровнем фондового рынка и десятилетней процентной ставкой получила название «модель ФРС». В конце 1990 – начале 2000-х было модно использовать эту модель для объяснения ситуации на рынке. Действительно, наблюдая снижение процентных ставок, можно решить, что курс акций должен повышаться в связи с увеличением прибыли, поскольку размер предполагаемой доходности облигации в долгосрочной перспективе уменьшается, а значит, привлекательность акций растет. В конце 1990-х в телевизионных программах, посвященных вопросам бизнеса, очень любили ссылаться на «модель ФРС», что выглядело почти навязчиво.

Однако «модель ФРС» оказалась неубедительной<sup>[13]</sup>. За весь представленный на рис. 1.3 период времени не прослеживается устойчивой связи между размером процентных ставок и коэффициентом цена-прибыль. Во времена Великой депрессии процентные ставки были необычайно низки, что, согласно «модели ФРС», должно означать активный рост фондового рынка в связи с ростом доходности акций. Однако этого не наблюдалось.

Процентные ставки продолжили снижаться после того, как рынок достиг своего пика в 2000 г., и тогда мы увидели картину, противоположную тому, что подразумевала «модель ФРС»: и коэффициент цена-прибыль, и процентные ставки демонстрировали падение. С этого момента о «модели ФРС» стали вспоминать гораздо реже.

Хотя процентные ставки и должны в определенной степени влиять на фондовый рынок, его реакция на них не слишком предсказуема. На рынке существует намного больше факторов, воздействие которых мы должны постараться понять. К процентным ставкам мы вернемся еще в главе 10.

## Беспокойства вокруг иррационального оптимизма

В 2000 г. я думал, что большинство людей, которых я встречал и которые представляли разные слои общества, были озадачены столь высоким курсом акций. Казалось, они не до конца понимали ситуацию на рынке: была ли она адекватной или служила результатом поведения его участников, которое можно было описать как иррациональный оптимизм. Как будто они сомневались, что высокий курс акций мог быть демонстрацией именно такого оптимизма. Не было уверенности в том, что высокий курс акций – отражение необоснованного оптимизма, который прочно в нас засел и влиял на все наши жизненно важные решения. Они не знали, как интерпретировать любую внезапную коррекцию рынка, и задавались вопросом, возможен ли возврат того состояния рынка, где господствовала прежняя психология.

Даже Алан Гринспен, казалось, пребывал в сомнении. Он произнес свою речь об иррациональном оптимизме через два дня после моего выступления перед Советом управляющих ФРС во главе с ним, где я тоже говорил об иррациональном поведении рынка. Но не прошло и семи месяцев, как Гринспен оптимистично заявил о «новой эре» в развитии экономики и фондового рынка. Он всегда был очень осторожен в своих публичных заявлениях и никогда не ретранслировал чужое мнение. При толковании его высказываний зачастую забывают, что, когда дело касается подобного рода вопросов, даже у него нет ответов.

Прошло уже несколько лет с момента, когда рынок достиг своего пика в 2000 г., а он так и не вернул себе прежние позиции, хотя курс акций, если рассматривать его в исторической перспективе, очень высок. Новостные СМИ уже устали говорить о росте рынка, и, когда речь заходит о его будущем, как правило, не обсуждается его настоящее. И все же в глубине души люди знают, что курс акций на рынке по-прежнему очень высок, и это их смущает.

Не получая ответов на свои вопросы от наших «больших умов», многие склоняются к тому, чтобы заменить их «мудростью» рынков и таким образом понять их настоящее и будущее. Для этого, как гадалки – кофейную гущу, они используют развороты фондового рынка. Но, прежде чем предположить, что рынок расскажет нам правду о новой эре, следует поразмышлять над *реальными* факторами, определяющими движение рынка, а также о том, как это движение влияет на экономику и нашу жизнь.

Многие из этих факторов находятся в нашем сознании. Это те самые *animal spirits* (животное чутье, дух азарта), которые, по мнению Кейнса, двигают экономику<sup>[14]</sup>. Те же настроения служат локомотивом и для других рынков, например рынка недвижимости (еще один пример спекулятивного поведения), к которому мы сейчас и перейдем, прежде чем начнем анализировать причины такого поведения в первой части книги.



## Глава 2

### Рынок недвижимости в исторической перспективе

Те же психологические факторы, под воздействием которых долгие годы находился фондовый рынок, могут влиять и на другие рынки. Например, на рынке недвижимости, и особенно частных домов, время от времени происходит спекулятивный бум в силу очень высокой психологической составляющей в цене на землю и сами дома – ведь мы в них живем и видим эти участки, а цены на недвижимость – одна из излюбленных тем для разговоров. Тем не менее рынок жилья существенно отличается от фондового.

Недостатка в свежих примерах нет. После 2000 г. мы наблюдали взлет цен на дома в городах Австралии, Канады, Китая, Франции, Гонконга, Ирландии, Италии, Новой Зеландии, Норвегии, России, ЮАР, Испании, Великобритании и США<sup>[15]</sup>. В Китае был просто фантастический строительный бум<sup>[16]</sup>. Такое происходило не везде, но во многих регионах. Нам важно изучить эти последние бумы, так как воспоминания о них еще свежи в нашей памяти, что дает возможность понять их психологическую природу.

Любой бум на рынке недвижимости, как и на фондовом рынке, кажется мистическим и непонятным. Но всегда обнаруживаются какие-то расхожие объяснения, которые вовсе не обязательно являются правильными.

Начиная с конца 1990-х предлагались самые разные описания причин масштабного роста цен. Например, в результате перенаселения возникла нехватка земли, что в конечном итоге взвинтило цены на жилье. Но мы не могли в то время неожиданно начать испытывать нехватку земли, поскольку население росло постепенно. Другая «теория» связывает резкий ценовой скачок с дороговизной рабочей силы и стройматериалов (древесины, бетона, арматуры и пр.), вызванной особенно повышенным спросом на них. Однако затраты на строительство подчинены долгосрочным трендам. Согласно еще одной красивой версии, причина бума лежит в повсеместном сокращении процентных ставок в условиях слабой мировой экономики. Безусловно, низкие процентные ставки способствуют в какой-то степени росту цен, однако на протяжении истории центральные банки проделывали это *много раз*, но никогда еще это не приводило к подобного рода бума.

Что же *стало причиной* бума на рынке жилья, причем в самых разных уголках мира? Очень важно разобраться в этом феномене. Многие опасаются, что взлет цен на недвижимость в указанных выше странах закончится так же драматично, как это было в 1980-е с ценами на участки урбанизированных земель в Японии, которые после достижения своего пика снижались в реальном выражении в течение добрых десяти лет. Разобраться в природе таких скачков цен и в том, к чему они могут привести, – задача непростая. Ряд подсказок вы найдете в этой книге.

Для начала я попытаюсь рассмотреть последние события на рынке с точки зрения более долгосрочной исторической перспективы. Такое происходит впервые или история уже знает примеры подобного рода событий? На самом ли деле цены на жилье демонстрируют сильный и стабильный восходящий тренд, как об этом свидетельствуют многие из тех, кто охвачен «синдромом бума», или это лишь их фантазия? Что нам говорит история о происхождении бумов на рынке недвижимости? Один из важных выводов этой главы состоит в следующем: сегодня спекуляции с ценами на жилье пустили свои корни на национальном и международном уровне, причем так глубоко, как никогда прежде.

## Долгая история цен на жилье

Индекс цен на жилье в США с 1890 г. я построил, собрав воедино все возможные сведения о ценах на стандартный дом и создав еще один индекс, для которого мои научные ассистенты под моим руководством обеспечили нужную информацию, чтобы заполнить пробел с 1934 по 1953 г. На рис. 2.1 представлен этот показатель, а также динамика затрат на строительство, рост населения США и долгосрочные процентные ставки начиная с 1890 г.



Рис. 2.1. Цены на жилье, затраты на строительство, население и процентные ставки в США в 1890–2009 гг.

Жирная сплошная линия (левая шкала): реальный (скорректированный на инфляцию) индекс цен на жилье в США (1890 г. = 100), построенный автором на основе нескольких существующих индексов и исходных данных по ценам на жилье<sup>[17]</sup>; тонкая линия (левая шкала): реальный индекс затрат на строительство (1979 г. = 100), построенный автором на основе двух официальных индексов<sup>[18]</sup>; тонкая линия (правая шкала): население США в млн человек (данные Бюро переписи населения США); самая нижняя тонкая линия (левая шкала): долгосрочная процентная ставка, график которой построен автором на основе данных из двух источников<sup>[19]</sup>. (Обновление с 2005 г. выделено серым.)

Построенный нами индекс цен на жилье (график которого можно увидеть на рисунке) далеко не идеален, и когда-нибудь я займусь его усовершенствованием, но на сегодня это лучшее, что можно найти для анализа столь длительного периода. Как ни странно, я не видел столь продолжительных рядов данных по ценам на жилье ни для одной другой страны мира. Никто из экспертов по недвижимости не смог указать мне на нечто подобное.

Должно быть, вы уже отметили для себя необычное поведение цен на жилье начиная с конца 1990-х. Они резко пошли вверх. Это было похоже на взлетающую ракету – как на фондовом рынке в середине 1990-х, но та «взлетела» в 1995 г. (или в 1982 г., в зависимости от того, как смотреть), а эта лишь в 1998 г. В целом с 1997 по 2004 г. цены на жилье в США в реальном выражении выросли на 52 %, и эта цифра впечатляет, хотя в каких-то штатах и городах рост

был выше, в каких-то ниже. Конечно, это не идет ни в какое сравнение с трехкратным ростом фондового рынка с 1995 по 2000 г., но когда рассматриваешь ситуацию с точки зрения долгосрочной перспективы, то подобная динамика (цен на жилье) выглядит внушительно. Если же смотреть на цены только за последние годы, то никаких серьезных отклонений в темпах роста мы не увидим. Похожая ситуация со скачком цен на рынке недвижимости США была лишь после Второй мировой войны.

Рост цен на жилье с 1997 г. намного опережал динамику увеличения доходов населения, что ставило под вопрос их стабильность в долгосрочной перспективе, особенно в штатах с наибольшей рыночной волатильностью. За период с 1985 по 2000 г. в восьми американских штатах, где наблюдалась самая высокая волатильность, средняя цена жилья выросла с уровня среднедушевого дохода за 4,9 года до уровня дохода за 7,7 года. Поэтому для жителей, которым приходилось выплачивать ипотеку, это было большим ударом<sup>[20]</sup>.

Однако при взгляде на рисунок складывается впечатление, что до финала еще далеко и рост цен на жилье с 1997 г. настолько устойчив, что, скорее всего, в ближайшие годы не закончится. Стабильно восходящая траектория на протяжении 1997–2004 гг. при ежегодно растущих темпах предполагает, что цены на жилье, как можно прогнозировать, будут продолжать повышаться.

Но как могут быть цены настолько прогнозируемы? Разве не считается, что поведение спекулятивных цен очень трудно предсказать, и не представляют ли они собой пример «случайного блуждания»? На самом деле, как подтверждает статистика, цены на жилье вполне прогнозируемы<sup>[21]</sup>. Сведущие инвесторы не пользуются этим, как на фондовом рынке, поэтому нет сил, которые бы работали против. Возможности получения прибыли за счет покупки в правильное время значительно ограничены для подобного рода инвесторов, работающих на фондовом рынке, из-за стоимости входа и выхода на рынок жилья. Для большинства людей достаточно сложно угадать момент покупки дома, чтобы с выгодой для себя использовать тренд.

Но давайте не будем и преувеличивать степень прогнозируемости цен на недвижимость. Наши статистические исследования моделей прогнозирования цен на жилье показывают, что примерно половина факторов, влияющих на изменение цен, поддается прогнозированию на год вперед. Эта доля достаточно внушительна, но все же очень многое остается еще трудно предсказуемым. Возвращаясь к рис. 2.1, следует отметить, что если взять карандаш и оценочно экстраполировать последний тренд цен на жилье в США, то мы столкнемся с серьезными затруднениями, поскольку существует значительная неопределенность относительно того, каким будет уровень цен даже через год. Действительно, трудно судить о том, восходящий или нисходящий тренд главенствует на рынке, когда он закончится, а затем развернется. Более того, если расширить прогноз до пяти или даже десяти лет, то мы, скорее всего, не сможем предположить, каковы будут цены на жилье. А именно такие временные горизонты должны быть у прогнозов для покупателей, которые намереваются жить во вновь купленных домах и квартирах долгие годы.

В конечном счете мы учимся прогнозировать, исходя из прошлого. К сожалению, в истории Соединенных Штатов практически нет примеров бума на рынке недвижимости, кроме некоторого периода сразу после Второй мировой войны, но и он существенно отличается от времени, когда происходил последний скачок цен на жилье. Это дилемма для статистиков, ищущих научное обоснование для своих прогнозов.

Очевидно, что нельзя объяснить изменения цен на жилье в США лишь ростом затрат на строительство, населения страны или процентных ставок, как следует из рис. 2.1. Поведение цен на жилье не имеет стойкой связи с каким-либо из перечисленных факторов.

Ни один из них не может служить обоснованием эффекта взлетающей ракеты, который наблюдался на рынке после 1997 г. Затраты на строительство оставались практически на одном уровне и даже сокращались, начиная с 1980 г., без каких-либо существенных изменений

тренда<sup>[22]</sup>. Рост населения был очень плавным. На фоне падения процентных ставок снижение долгосрочных ставок с начала 1980-х было также достаточно стабильным<sup>[23]</sup>.

При сравнении графика цен на жилье (рис. 2.1) и графика курса ценных бумаг (рис. 1.1) четко видно, что в США бумы на фондовом рынке и взлеты рынка недвижимости практически никак не связаны. Возможное исключение – самый последний бум на рынке недвижимости, начавшийся примерно в 1998 г., несколько лет спустя после резкого скачка на фондовом рынке (приблизительно в 1995 г). В данном случае, возможно, и прослеживается *некоторая* тенденция в реагировании цен на жилье на происходящее на фондовом рынке: в одном из последних исследований Банка международных расчетов, посвященном ценам на жилье в 13 промышленно развитых странах, указывалось на повторение рынком недвижимости траектории движения фондового рынка (первый достигает пиковых значений в среднем с двухлетним отставанием от второго)<sup>[24]</sup>.

Чтобы понять, насколько нестандартным было поведение цен на жилье в последние годы, следует сравнить его с ситуациями из более далекого прошлого. На рис. 2.1 видно, что в период с 1890 по 1940 г. реальные цены на жилье в общем и целом снижались. График демонстрирует многочисленные колебания цен на жилье до Первой мировой войны, но наши попытки найти подтверждение столь резким изменениям цен в старых газетах тех лет ничего не дали. Подозреваю, что некоторые из колебаний, отмеченных на рис. 2.1 в первые годы нашего отрезка исследований, представляют собой результат ошибки выборки и не являются отражением действительных изменений цен на жилье. Я еще вернусь в главе 6 к теме изменений цен в этот период времени, и тогда мы сможем понять, что происходило на рынке в те годы. Сейчас же мы должны уяснить для себя две вещи: снижение реальных цен на жилье и отсутствие каких-либо значительных взлетов на рынке недвижимости до 1940 г.

В конце XIX – начале XX в. было много локальных пузырей, связанных со строительством автомагистралей, каналов, железных дорог, которые никак не отражены в государственной статистике, а значит, и на нашем графике. Вполне понятно, что земля в районе подобного рода строительства вдруг становилась дорогой. Даже в далеком прошлом, когда свободные земли были в изобилии и любой мог купить участок, в ряде мест даже по доллару за акр, бумы на рынке недвижимости были более чем возможны. Если цены на землю в районе новой железной дороги поднимались до двух долларов за акр, то такие вложения приносили прибыль в 100 %, что могло стать весьма привлекательным для инвесторов. Поэтому бумы на *региональных* рынках недвижимости не являются чем-то новым.

Резкое падение цен на жилье после Первой мировой войны, возможно, в какой-то мере связано с масштабной пандемией гриппа 1918–1919 гг., когда заболело 28 % американцев и 675 000 погибло<sup>[25]</sup>. Эпидемия вынудила людей сидеть дома и отказаться от планов купить новую квартиру или дом. Это, конечно, же нанесло большой урон экономике, а также исключило рынок недвижимости из тем постоянных разговоров и обсуждений. Кроме того, в 1920–1921 гг. имела место жесточайшая рецессия.

Примечательно, что в «бурные двадцатые» резкий скачок на фондовом рынке не сопровождался бумом на рынке жилья. Знаменитый пузырь, возникший на рынке земли во Флориде в 1920-е гг., был не столь велик, чтобы повлиять на общегосударственную статистику. Фондовый рынок не тянул за собой цены на жилье, они не выходили за рамки разумного и не стали падать, когда рынок ценных бумаг начал рушиться в 1929 г. Но снижение номинальных цен на жилье после 1929 г. все же произошло – падение было таким же, как падение индекса потребительских цен. Снижение номинальных цен на жилье и отсутствие индексации ипотечного долга с учетом инфляции привели к тому, что многие владельцы недвижимости оказались в ситуации, когда текущая стоимость их домов стала меньше стоимости полученных под них ипотечных кредитов, что приводило к отказу от выполнения обязательств по ним. Кроме того, высокий уровень безработицы во время Великой депрессии также означал, что многие не

могли пролонгировать свои краткосрочные ипотечные кредиты и были вынуждены объявлять дефолт по долгам и оставлять дома. Но мы не должны путать кризис на рынке недвижимости в начале 1930-х гг. и снижение реальных цен на жилье, которые демонстрировали поразительную стабильность на протяжении всех взлетов и падений фондового рынка в 1929 г.

Вот мы и подошли к самому значительному эпизоду за всю историю национального рынка недвижимости вплоть до сегодняшнего дня: резкого взлета цен на жилье, связанного с окончанием Второй мировой войны. Понятно, что в это время наблюдалось значительное повышение реальных цен на жилье, по крайней мере в больших городах, хотя точные цифры, скорее всего, останутся для нас неизвестны<sup>[26]</sup>.

Это не был неукротимый спекулятивный скачок. Цены на жилье не превысили своего нового послевоенного равновесного значения, и им незачем было откатываться назад. В газетных сообщениях о рынке недвижимости отсутствовало такое понятие, как *мыльный пузырь*, и в них не рассказывалось о сумасшедших покупателях, приобретающих дома и квартиры, чтобы опережать кривую роста, как поступали те, о ком писали в начале 2000-х. Это совершенно не походило на ситуацию, о которой рассказывали газеты сразу после Второй мировой войны.

Ограничения, введенные правительством, существенно сократили предложение на рынке нового жилья во время Второй мировой. После войны вернувшиеся домой солдаты хотели обзавестись семьей, намереваясь устроить настоящий беби-бум. Цены на имеющееся жилье начали расти уже после 1942 г., задолго до окончания войны, – возможно потому, что люди предчувствовали надвигающийся дефицит недвижимости. Но даже несмотря на резкий послевоенный рост спроса на рынке не было паники, поскольку никто не сомневался, что в ближайшее время будет построено необходимое количество жилья.

Принятый в 1944 г. Закон об обеспечении ветеранов, который также называют Биллем о правах военнослужащих, одномоментно гарантировал 17 млн американцев право получения субсидии на покупку жилья. Подобный жест государства не прошел даром, и на рынке надолго воцарились высокие цены на жилье. Но это происходило в условиях укрепления единства американского народа, а не разжигания спекулятивных настроений. Президент США Франклин Рузвельт считал, что Билль о правах военнослужащих являлся «убедительным доказательством для мужчин и женщин, служивших в вооруженных силах США, что американский народ не оставит их в трудной ситуации»<sup>[27]</sup>. Те, кто купил жилье по высоким ценам сразу после войны, просто не могли дождаться, когда въедут в свой новый дом, они даже не думали о том, что цены будут и дальше расти. Другие просто нашли себе временное жилье и ждали, когда снизятся цены (чего так и не произошло) или увеличатся их сбережения, чтобы купить собственный дом или квартиру. Тот факт, что после Первой мировой войны реальные цены на жилье испытали затяжное падение, также должен был рассеять какие-либо мысли о возможных спекуляциях. После Второй мировой войны этот эпизод истории еще жил в памяти людей. Многие тогда боялись, что стимул, который получила экономика, в результате войны сойдет на нет и повторится Великая депрессия 1930-х, а это еще больше отодвигало на второй план мысли, что цены на жилье могут взлететь.

## **Конец ознакомительного фрагмента.**

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.

## Комментарии

### 1.

Алан Гринспен, «Проблемы центрального банка в демократическом обществе» (The Challenge of Central Banking in a Democratic Society), выступление в Американском институте предпринимательства, Вашингтон, 5 декабря 1996 г., <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/19961205.htm>.

### 2.

Индекс Standard & Poor's Composite теперь называется Standard & Poor's 500; тем не менее я использую здесь его прежнее название, поскольку исторически он не всегда включал в себя акции 500 компаний. Изменение состава индекса говорит о том, что Standard & Poor's находится в постоянном процессе выбора. Конечно, им приходится корректировать свой список, так как компании приходят на рынок и уходят. По словам Джереми Сигела, из 500 компаний, включенных в индекс в 1957 г., к 2003 г. там осталось только 125. Индекс этих сохранившихся с 1957 г. 125 компаний показывает доходность несколько выше, чем индекс Standard & Poor's 500 в целом. См. Jeremy J. Siegel, "The Future for Investors" (New York: Crown Business, 2005).

### 3.

Данные по курсам, величине дивидендов и прибыли взяты из тех же источников, что описаны в главе 26 моей предыдущей книги «Волатильность рынка» (Market Volatility, Cambridge, Mass.: MIT Press, 1989), хотя теперь я использую ежемесячные данные, а не за год. Дивиденды и прибыль за месяц рассчитываются на основе данных S&P за квартал (начиная с 1926 г.) с линейной интерполяцией цифр за месяц. Данные по дивидендам и прибыли до 1926 г., собранные Cowles and associates ("Common Stock Indexes", 2nd ed. [Bloomington, Ind.: Principia Press, 1939]), интерполированы на основе данных за год. Данные по курсам акций – среднемесячные значения ежедневных показателей цены закрытия, за исключением января 2005 г., где данные только за 3 января. Бюро трудовой статистики США публикует данные Индекса потребительских цен для жителей городов (CPI-U, Consumer Price Index – All Urban Consumers) с 1913 г. Чтобы получить данные за период до 1913 г., я присоединил к CPI индекс товарных цен Уоррена и Пирсона, умножая его на соотношение индексов в январе 1913 г. Показатели CPI-U декабря 2004 г. и января 2005 г. получены путем экстраполяции. См. George F. Warren, Frank A. Pearson, "Gold and Prices" (New York: John Wiley and Sons, 1935). Данные взяты из табл. 1, с. 11–14. При составлении графиков я умножил данные, скорректированные на инфляцию, на константу, чтобы их величина в июне 2004 г. была равна номинальному значению, т. е. все цены выражены в деньгах июня 2004 г.

### 4.

Некоторые советовали мне использовать для графика логарифмическую или пропорциональную шкалу, чтобы в конце явный рост фондового индекса (цен) не «вводил в заблуждение». Я не думаю, что составление многоуровневого графика вводит в заблуждение. С таким же успехом можно утверждать, что графики с логарифмической шкалой вводят в заблуждение. Пики курсов в конце шкалы не появились искусственно в процессе построения графика. Мы не видим в этой фигуре кривую экспоненциального роста в виде «хоккейной клюшки» с постоянно высокими темпами роста. График с теми же данными по фондовому индексу, как и на рис. 1.1, также повторяется на рис. 10.2 (в главе 10), но уже с использованием логарифмической шкалы.

### 5.

Начиная с 1953 г. процентная ставка определяется как ежемесячный процентный доход десятилетних казначейских облигаций, устанавливаемый советом управляющих Федеральной резервной системы США. До 1953 г. данные интерполировались в ежемесячные из среднегодовых, взятых из книги Сидни Хомера «История процентных ставок» (“A History of Interest Rates”, New Brunswick, N.J.: Rutgers University Press, 1963); для 1871–1900 гг. из табл. 38, колонка 3, с. 288; для 1901–1920 гг. из табл. 45, колонка 14, с. 341; для 1921–1946 гг. из табл. 48, колонка 1, с. 352; и для 1947–1953 гг. из табл. 50, колонка 1, с. 359. У Джереми Сигела есть очень похожая информация по процентным доходам государственных облигаций ([www.jeremysiegel.com](http://www.jeremysiegel.com)), которые он подробно описал в статье «Реальные процентные ставки с 1800 по 1990 г.: Исследование США и Великобритании» (“The Real Rate of Interest from 1800–1990: A Study of the U.S. and the U.K.”) *Journal of Monetary Economics*, 29 (1992): 227–52.

**6.**

Очевидно, что некоторое сглаживание необходимо ввиду возможности получения нулевой прибыли в заданном году. Прибыль на акцию по индексу S&P Composite всегда была строго выше нуля начиная с 1871 г., когда он появился, но показатель подошел слишком близко к нулевой отметке, и существует опасность, что в будущем он может ее перешагнуть. В 1931 и 1932 гг. общая прибыль компаний после уплаты налогов, согласно данным счетов национального дохода, по сути, была отрицательной. При нулевой прибыли коэффициент цена-прибыль в этом году может быть равен бесконечности, если предположить, что у совокупного фондового индекса нет верхней границы.

**7.**

Увеличение прибыли в течение всего восхождения фондового рынка к пику 2000 г. было отчасти следствием самого роста рынка, действия ряда правил по ведению пенсионных счетов, которые генерировали прибыли, реагируя на рост стоимости пенсионного портфеля. Кажется, что фондовые инвесторы не видят в этом какой-то аномалии. См. Julia Lynn Coronado, Steven A. Sharpe, “Did Pension Plan Accounting Contribute to a Stock Market Bubble?” (Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series No. 2003–38, 2003).

**8.**

По словам ученых, нет такого понятия, как «нулевой год», и каждый новый век начинался с 1 января года, заканчивающегося на 1. В 1900 г., доверяя, как никогда, ученым, люди еще с большим нетерпением ждали прихода нового года, чтобы отпраздновать новое тысячелетие. Приход третьего тысячелетия, напротив, начали отмечать уже с началом 2000 г.

**9.**

В течение 30 лет наблюдался очень медленный и постепенный рост курса относительно прибыли (прибыль, скорректированная на инфляцию, росла на 2,3 % в год с июля 1871 г. по июль 1900 г., в то время как курс немного быстрее – на 3,4 % в год).

**10.**

Это средние геометрические показатели доходности, скорректированной на инфляцию, где для приведения к действительным значениям используется индекс S&P Composite и Индекс промышленных цен (Индекс потребительских цен появился лишь в 1913 г.).

**11.**



См. также Ibbotson Associates, "Stocks, Bonds, Bills and Inflation: 1999 Yearbook, Market Results for 1926–1998" (Chicago: Ibbotson Associates, 1999), табл. с 2–8 по 2–11, с. 45–51. При сравнении указанной здесь доходности с доходностью за аналогичные периоды начиная с 1926 г., представленные в их книге, следует всегда помнить, что они используют цифры только за календарный год и поэтому часто не отражают максимумы и минимумы рынка.

**12.**

См. Совет управляющих ФРС «Отчет Хамфри – Хокинса, 22 июля 1997 г. Раздел 2: экономическое развитие и финансовая ситуация в 1997 г.», <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/1997/july/ReportSection2.htm>; модель представлена в виде диаграммы «Оценка собственного капитала и долгосрочная процентная ставка», показывающей процентный доход по десятилетним облигациям и коэффициент прибыль-цена с 1982 по 1997 г.

**13.**

Согласно экономической теории, в любом случае необходимо соотносить реальную, а не номинальную процентную ставку с коэффициентом цена-прибыль. Использование в данном случае номинальной процентной ставки является аномальным. Мы еще вернемся к этой теме в главе 3. См. также Franco Modigliani, Richard A. Cohn, "Inflation, Rational Valuation, and the Market," *Financial Analysts' Journal*, 35 (1979): 22–44; перепечатанная в книге Simon Johnson (ed.), "The Collected Papers of Franco Modigliani," Vol. 5 (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1989).

**14.**

Один из наиболее известных терминов, введенных Джоном Мейнардом Кейнсом (John Maynard Keynes), *animal spirits* (животное чутье, дух азарта, стадный инстинкт), представляет собой название концепции, во многом схожей с иррациональным оптимизмом. Кейнс был выдающимся экономистом XX в. Он получил широкую известность благодаря своей книге «Общая теория занятости, процента и денег» (*The General Theory of Employment, Interest and Money*), увидевшей свет в 1936 г. Эта революционная книга стала руководством для тех, кто определяет фискальную и денежно-кредитную политику во всем мире. Он писал в ней: «Даже если не учитывать нестабильность, вызванную спекулятивной игрой, ей также способствуют некоторые свойства человеческой природы – наши позитивные действия зависят в большей степени от спонтанного оптимизма, чем от ожиданий, в основе которых лежат математические расчеты, неважно – морально-этического характера, гедонистического или экономического. Возможно, большинство наших решений сделать что-то позитивное, последствия которых в полной мере проявятся лишь много времени спустя, могут быть приняты только под влиянием "стадного инстинкта" – самопроизвольного порыва к действию – и не как результат вычисления средневзвешенной количественных выгод, умноженных на количественные вероятности». John Maynard Keynes, "The General Theory of Employment, Interest and Money" (New York: Harcourt Brace & World, 1961), p. 161.

**15.**

Банк международных расчетов (БМР) в Базеле первым начал собирать данные по ценам на жилье со всего мира, но публикует их нерегулярно. Лондонский журнал *The Economist* создал список индексов, схожий с тем, что делает БМР, и его обычно цитируют, когда хотят сравнить страны.

**16.**

В Китае много городов, в которых наблюдается бум на местном рынке недвижимости, но одновременно в остальной части Китая можно увидеть гигантский рост предложения,

который удерживает под контролем цены на жилье. Китайское правительство способствует массовому строительству, не вводя серьезных ограничений по зонированию и соблюдению экологических норм, как в других странах. Благодаря ответной реакции со стороны предложения, реальные цены на дома в Пекине остаются весьма стабильными: согласно индексу CREIS, рассчитываемому для коммерческой недвижимости, цены в 2004 г. были не более чем на 1 % выше ее стоимости в 1998 г. См. «Статистический ежегодник по недвижимости в Китае».

**17.**

Чтобы рассчитать цены на жилье для рис. 2.1, я сначала соединил различные годовые индексы (умножив каждый из них на константу, чтобы выровнять индексы в пересекающиеся годы) и получил номинальный индекс цен на жилье. Затем номинальный индекс был скорректирован на индекс потребительских цен.

**18.**

Индекс соединяет два индекса затрат на строительство. Первый, для 1890–1915 гг., был взят из книги Leo Grebler, David M. Blank, Louis Winnick, “Capital Formation in Residential Real Estate” (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1956), табл. В-10, колонка 1 (Housekeeping), с. 342. Их индекс представляет собой средневзвешенную от заработной платы в час у представителей строительных специальностей и индекса цен на материалы. Второй – индекс затрат на строительство, публикуемый журналом The Engineering News Record. Этот индекс, используемый для 1915–2004 гг. и рассчитанный на основе данных по 20 городам, представляет собой стоимость 66,38 часа квалифицированного труда: каменщиков, плотников и монтажников металлоконструкций, 25 американских центнеров (1132,5 кг. – Прим. пер.) стандартных металлоконструкций, 1128 тонн портландского цемента и 1088 борд-футов (около 2,568 куб. м. – Прим. пер.) пиломатериалов (2 x 4 дюйма).

**19.**

С 1890 по 1953 г. данные по процентным ставкам взяты из книги Sidney Homer, “A History of Interest Rates” (New Brunswick, N.J.: Rutgers University Press, 1963), Tables 38 (col. 3), 45 (col. 15), 48 (col. 1), and 50 (col. 1), и интерполированы из годовых в данные за месяц. Для периода с апреля 1953 по 2004 г. использован ежемесячный процентный доход десятилетних государственных казначейских облигаций. Данные по долгосрочным процентным ставкам очень схожи с опубликованными в книге Jeremy J. Siegel, “Stocks for the Long Run, 3rd ed.” (New York: McGraw-Hill, 2002), а также с теми, которые доступны на веб-сайте <http://jeremysiegel.com>. Сигел приводит данные по процентным ставкам за оба периода в книге Jeremy J. Siegel, “The Real Rate of Interest from 1800–1990: A Study of the U.S. and the U.K.,” *Journal of Monetary Economics*, 29 (1992): 227–52.

**20.**

Штаты Калифорния, Коннектикут, Гавайи, Массачусетс, Нью-Хэмпшир, Нью-Джерси, Нью-Йорк и Род-Айленд. См. Karl E. Case, Robert J. Shiller, “Is There a Bubble in the Housing Market?” *Brookings Papers on Economic Activity*, 2003-II, pp. 299–362, Table 1. В своем исследовании Федеральная резервная система не обнаружила в анализируемой региональной информации каких-либо существенных доказательств того, что высокий уровень соотношения цен на жилье и доходов населения в будущем приведет к снижению цен. См. Joshua Gallin, “The Long-Run Relation between House Prices and Income: Evidence from Local Housing Markets” (Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Paper Series No. 2003.17, 2003). Однако данное исследование охватывает период всего в 23

года, заканчиваясь в середине национального бума на рынке жилья, что недостаточно для определения такого эффекта.

**21.**

См. Karl E. Case, Robert J. Shiller, "The Efficiency of the Market for Single Family Homes," *American Economic Review*, 79 (1) (March 1989): 125–37.

**22.**

Согласно исследованию Федеральной резервной системы, восстановительная стоимость жилья с 1970 по 2003 г. была намного стабильнее, чем цена земли под жилыми строениями. См. Morris A. Davis, Jonathan Heathcote, "The Price and Quantity of Residential Land in the United States" (Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series No. 2004–37, 2004).

**23.**

Джонатан Маккарти и Ричард Пич из Федерального резервного банка Нью-Йорка пришли к другому заключению. В июле 2004 г. в своей статье они написали: «Цены на жилье в конечном счете изменялись в соответствии с ростом доходов семьи и снижением ипотечных процентных ставок». См. Jonathan McCarthy, Richard W. Peach, "Are Home Prices the Next 'Bubble'?" *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 2004, p. 1. Причина их отличного от других вывода заключается отчасти в том, что они выбрали в качестве базы для своего анализа индекс цен на новое жилье с условием его неизменного качества (Constant Quality Index). За последние 20 лет этот индекс вырос намного меньше, чем индексы повторных продаж, предполагающие отсутствие пузырей. Но тенденция изменения цен на новое жилье обычно увязана с затратами на строительство, поскольку новое жилье чаще всего возводят в тех местах, где достаточно много земли; мы просто не можем ждать от рынка нового жилья какого-то бума.

**24.**

См. Claudio Borio, Patrick McGuire, "Twin Peaks in Equity and Housing Prices?" *BIS Quarterly Review*, March 2004, pp. 79–93. В США с 1930-х гг. доминируют долгосрочные ипотечные кредиты с фиксированной ставкой. Создается впечатление, что в странах, где широко используются ипотечные кредиты с плавающей ставкой, чувствительность рынка к изменениям процентной ставки выше. См. Kostas Tsatsaronis, Haibin Zhu, "What Drives Housing Price Dynamics: Cross-Country Evidence," *Bank of International Settlements Quarterly Review*, March 2004, pp. 65–78. Другое исследование, в котором анализировались данные по шести промышленно развитым странам, показало, что на цены на жилье влияют процентные ставки, фондовый рынок и общий уровень деловой активности. См. Gregory D. Sutton, "Explaining Changes in House Prices," *Bank of International Settlements Quarterly Review*, September 2002, pp. 46–55.

**25.**

Участие США во Второй мировой войне было намного более значительным, чем в Первой. Во время Первой мировой войны в вооруженные силы США было призвано лишь 9 % мужского населения страны, тогда как во время Второй мировой – 24 %. Кроме того, непосредственное участие США в Первой мировой войне длилось всего семь месяцев, во Второй мировой – 45 месяцев.

**26.**

В основе наших данных за период с 1934 по 1953 г. лежит информация по пяти крупным городам США, и в каждом из них после Второй мировой войны наблюдался резкий рост цен на жилье. Но не ясно, насколько рост цен в этих городах соответствовал росту цен в стране. Поэтому я старался найти другие доказательства общестрановых тенденций, особенно с учетом скачка цен после Второй мировой войны.

**27.**

Речь президента США Франклина Рузвельта при подписании Билля о правах военнослужащих 24 июня 1944 г. Президентская библиотека и Музей Франклина Д. Рузвельта, <http://www.fdrlibrary.marist.edu>.