

# СОДЕРЖАНИЕ

	<i>Введение</i> .....	7
<b>ГЛАВА 1</b>	Иррациональное начало.....	19
<b>ГЛАВА 2</b>	Кризис начинается, развивается и теряет силу.....	43
<b>ГЛАВА 3</b>	Корни кризиса.....	65
<b>ГЛАВА 4</b>	Цены на акции и стимул для инвестирования в собственный капитал.....	77
<b>ГЛАВА 5</b>	Финансы и регулирование .....	91
<b>ГЛАВА 6</b>	От шхун для перехвата информации и далее .....	119
<b>ГЛАВА 7</b>	Неопределенность — враг вложений .....	137
<b>ГЛАВА 8</b>	Производительность: абсолютный измеритель экономического успеха.....	155
<b>ГЛАВА 9</b>	Производительность и эпоха субсидий.....	179
<b>ГЛАВА 10</b>	Культура .....	203

<b>ГЛАВА 11</b>	Начало эры глобализации, неравенство доходов, рост коэффициента Джини и появление кланов .....	225
<b>ГЛАВА 12</b>	Китай .....	255
<b>ГЛАВА 13</b>	Деньги и инфляция .....	269
<b>ГЛАВА 14</b>	Буферы .....	283
<b>ГЛАВА 15</b>	Заключение .....	289
	<i>Благодарности</i> .....	307
	<i>Приложение А</i> .....	309
	<i>Приложение В</i> .....	319
	<i>Приложение С</i> .....	333
	<i>Комментарии</i> .....	373
	<i>Предметный указатель</i> .....	407

# ВВЕДЕНИЕ

Такого телефонного звонка я никак не ожидал. Я только что вернулся с теннисного корта. Было прохладное ветреное воскресенье, 16 марта 2008 г. Звонил глава Федеральной резервной системы (ФРС). Он сообщил, что совет управляющих ФРС решил прибегнуть — в первый раз за многие годы — к довольно расплывчатой, но потенциально опасной статье 13 (3) закона о ФРС. В широкой интерпретации она позволяла ФРС практически без ограничений выделять средства кому угодно<sup>1</sup>. 16 марта этим правом воспользовался Федеральный резервный банк Нью-Йорка. Он предоставил JPMorgan \$29 млрд для покупки банка Bear Stearns.

Bear Stearns — один из крупнейших инвестиционных банков, основанный в 1923 г., — оказался на грани банкротства в результате потери почти \$20 млрд всего за одну неделю. Его крушение стало началом полугодового периода нестабильности на мировом финансовом рынке, завершившегося банкротством Lehman Brothers 15 сентября 2008 г. и, пожалуй, самым глубоким финансовым кризисом в истории. Безусловно, Великая депрессия 1930-х гг. была более значительным коллапсом для мировой экономики. Но никогда до сих пор паралич краткосрочных финансовых рынков, этих двигателей повседневной коммерческой деятельности, не имел глобальных масштабов. Высокая ликвидность рынков исчезла в одно мгновение, когда в настроениях

инвесторов эйфория уступила место страху. Рухнули огромные финансовые комплексы. Все это привело к глобальному снижению экономической активности. Никогда еще роль человеческих склонностей в экономике не была более очевидной, чем в тот судьбоносный день сентября и несколько последующих недель.

Наступивший финансовый кризис продемонстрировал, в числе прочего, несостоятельность экономического прогнозирования. Я занялся посткризисными исследованиями, результаты которых вылились в эту книгу, поскольку хотел понять, в чем же была наша ошибка и какие уроки следует извлечь из того, что мы совершили. По сути своей, это книга о прогнозировании, о человеческой натуре, о наших представлениях о будущем и о том, что нам делать со всем этим. Она о краткосрочном и долгосрочном и, что, пожалуй, более важно, о том туманном моменте, когда одно переходит в другое. В настоящее время мы столкнулись с целым рядом серьезных долгосрочных экономических проблем, каждая из которых, в известной мере, обусловлена недостаточностью вложений в наше экономическое будущее. Больше всего в этом плане меня беспокоит наша неполноценная политическая система. А ведь именно на нее мы полагаемся в реализации верховенства закона, как сказано в нашей конституции (глава 15). Я очень надеюсь, что приведенные в этой книге выводы, к которым я пришел в результате исследований, станут поводом для принятия мер уже сейчас. Мы все заинтересованы в них с долгосрочной точки зрения, даже несмотря на то, что в краткосрочной перспективе они будут болезненными. Единственной альтернативой этому являются несравненно большие человеческие страдания впоследствии. Времени на раскачку у нас нет.

## ИМПЕРАТИВ ПРЕДСКАЗАНИЙ

Хотелось бы, конечно, чтобы все было иначе, но экономическое прогнозирование — наука неточная. Та степень определенности, которая свойственна так называемым точным наукам, недоступна экономическим дисциплинам. Но все же от прогнозирования, несмотря на его провалы, никто никогда не откажется. Потребность заглянуть

в будущее заложена в самой природе человека. Чем лучше мы сможем предвидеть события в окружающем мире, тем больше у нас будет возможностей обратить их себе на пользу.

Внутренне мы понимаем, что у нас не так уж много возможностей заглянуть намного дальше той линии, что находится в пределах видимости. И, тем не менее, с доисторических времен люди стремились сделать это, найти пути преодоления своего «несовершенства». В Древней Греции цари и военачальники обращались за советом к Дельфийскому оракулу перед тем, как принять важное решение. Два тысячелетия спустя Европа билась над расшифровкой загадочных предсказаний Нострадамуса. Сегодня в обществе благополучно сосуществуют и предсказатели судьбы, и финансовые аналитики. Несмотря на то, что предсказания сбываются далеко не всегда, человек все равно будет стремиться заглянуть в будущее, потому что такова его природа.

## ЭКОНОМЕТРИКА

Ключевым результатом истории наших попыток увидеть будущее стало развитие за последние 80 лет такой науки, как экономическое прогнозирование, основанное на моделировании. Эта дисциплина опирается во многом на тот же математический аппарат, который применяется в естественных науках. Им пользуются практически все составители экономических прогнозов и в государственном, и в частном секторе, в основном для создания моделей, «объясняющих» прошлое и, как следствие, дающих некоторое представление о будущем.

Я постигал премудрости тогда еще новой науки, математической экономики, в магистратуре Колумбийского университета в начале 1950-х гг. Мои преподаватели, профессор Джейкоб Вулфовиц и Абрахам Вальд, были первопроходцами в области математической статистики<sup>2</sup>. Но с годами моя первая очарованность этой наукой сменилась скептицизмом. Я все больше сомневался в том, применима ли она в мире, где важнейшим фактором, определяющим экономические результаты, является иррациональное начало, не поддающееся моделированию.

Основы современного макро моделирования заложил Джон Мейнард Кейнс в своей революционной работе «Общая теория занятости, процента и денег» (*The General Theory of Employment, Interest and Money*) в 1936 г. На кейнсианской модели в том виде, в котором она была создана, до сих пор строится правительственная макроэкономическая политика. Модель, предложенная Кейнсом, — это полная, хотя и упрощенная версия того, как взаимодействуют друг с другом различные элементы рыночной экономики. Такого рода модели мы сегодня называем кейнсианскими. Они широко применяются в государственной и частной сферах, особенно когда требуется оценить влияние той или иной государственной политики на ВВП и уровень занятости.

Подход Кейнса прямо отрицал веру представителей классической экономики в то, что рынок способен саморегулироваться и после потрясений довольно быстро возвращается к полной занятости. В отличие от классиков Кейнс утверждал, что существует ряд обстоятельств, в которых механизмы самобалансировки не срабатывают и не приводят к «равновесию в условиях неполной занятости». В таких ситуациях, по его мнению, государство должно с помощью дефицитного финансирования компенсировать недостаток совокупного спроса. Стоит отметить, что 75 лет спустя у экономистов по-прежнему нет единства во мнениях относительно этих двух подходов.

Так или иначе, экономическое прогнозирование любого характера, будь оно кейнсианское или другое, сталкивается с бесконечными проблемами. Модель по своей природе — это упрощенное отражение сложной экономической реальности. Даже в относительно простой рыночной экономике реальность представляет собой буквально миллионы каждодневных взаимодействий в процессе создания совокупного ВВП. Из-за того, что лишь их малая толика может быть учтена в модели, экономисты бьются над поиском таких систем уравнений, которые будут отражать хотя бы фундаментальные силы, управляющие экономическими процессами.

На практике создатели моделей (включая и меня) занимаются подбором переменных и факторов, пока не получают результат, который вроде бы воспроизводит исторические данные разумным с экономической точки зрения образом. Каждый составитель прогнозов должен решить, какой

относительно немногочисленный набор «уравнений» наиболее точно отражает, на его взгляд, суть общей экономической динамики.

По большей части моделирование нефинансовых секторов рыночной экономики работает довольно приемлемо. Огромное количество исследований значительно углубили наше понимание того, как функционируют рынки<sup>3</sup>. Но мы не раз имели возможность убедиться, что в сфере финансов действуют иные рычаги, управляющие процессами, и риск несравнимо более высок, чем в других областях экономики. В основе практически всех финансовых решений лежит принятие или избежание риска. Нефинансовый бизнес ориентирован на разработку, технологии и организацию управления.

Нефинансовые компании закладывают фактор риска во все свои капиталовложения и учитывают его при принятии решений, но основная их забота — это, например, сколько транзисторов можно втиснуть в микрочип или как убедиться, что мост выдержит проектную нагрузку. Но это сферы квантовой механики и проектирования, где риск практически, хотя и не полностью, отсутствует при принятии решений. Уровень риска в торговле синтетическими деривативами или в других новых направлениях в нашем финансовом секторе многократно выше, чем в сфере естественных наук, важнейшей области знаний, поддерживающей нефинансовый сектор. Особенности человеческой природы никоим образом не влияют на взаимодействие элементарных частиц<sup>4</sup>. Наша склонность бояться и впасть в эйфорию, а также стадное чувство и приверженность определенной культуре, в сущности, и определяют состояние финансовой сферы. Поскольку эта сфера отвечает за то, чтобы сбережения населения страны вкладывались в передовые технологии, ее вклад в общие экономические результаты (положительный или отрицательный) значительно выше той 10%-ной доли, которую она занимает в ВВП. Более того, дисбалансы в финансовой сфере прямо или косвенно определяют экономические циклы. Финансы всегда были самым сложным элементом экономического моделирования.

В 1960-е гг. очевидный успех прогнозирования с помощью моделей Экономического совета при президентах Кеннеди и Джонсоне подстегнул развитие эконометрики в том виде, в котором мы ее знаем. Из учебных аудиторий она переместилась на передний край политических

решений в экономике. К концу 1960-х гг. эконометрические модели стали неотъемлемой частью государственной и частной политики и остаются таковыми по сей день.

Но путь составителей прогнозов тернист. Простые модели неплохо работали в качестве учебных пособий, но имели значительно меньший успех в реальном мире. Не успела кейнсианская парадигма утвердиться в экономической науке, как американская экономика пошла против некоторых ее ключевых положений, включая тезис о том, что рост безработицы является отражением вялости экономики и, как следствие, вызывает снижение уровня инфляции. Значительную часть 1970-х гг. уровень безработицы рос, но темпы инфляции не думали падать — ситуация, названная стагфляцией.

Инструменты прогнозирования, которые всего десятилетие назад делали правительственных экономистов чуть ли не провидцами, теперь демонстрировали свою несостоятельность. Милтон Фридман из Чикагского университета предположил, что наша подстегивающая инфляцию экономическая политика, особенно быстрое наращивание денежной массы, повышают инфляционные ожидания до уровня, когда они перекрывают дефляционный эффект сокращения рынка труда. Фридман и его последователи создали теорию, известную как монетаризм, и инструмент прогнозирования, в основе которого лежал фактор роста денежной массы. Их подход позволял предсказывать развитие экономической ситуации в конце 1970-х гг. гораздо точнее, чем кейнсианская модель. К концу 1970-х гг. еженедельные данные ФРС по денежной массе привлекали не меньше внимания, чем сегодня данные по уровню безработицы.

В 1980-е гг., когда инфляция была взята под контроль — отчасти благодаря тому, что ФРС ограничила рост денежной массы, — в практику вернулись уточненные кейнсианские модели, которые учитывали инфляционные ожидания. Они довольно хорошо работали следующие два десятилетия, главным образом в результате отсутствия серьезных потрясений на рынках. Модель, созданная экономистами ФРС, объединяла элементы кейнсианства, монетаризма и ряда других современных экономических теорий. Она казалась весьма основательной и успешно использовалась советом управляющих ФРС в те годы, когда я там работал.



## МИР ИЗМЕНИЛСЯ

То, что кризис сентября 2008 г. оказался неожиданностью практически для всех, означало полный провал макро моделирования именно в тот момент, когда оно было так необходимо. Это привело к глубокому разочарованию в экономике как науке. Сложнейшая система прогнозирования совета управляющих ФРС не давала никаких сигналов экономического спада до тех пор, пока не разразился кризис. Бессильной оказалась и модель, разработанная высокоуважаемым Международным валютным фондом, которая еще весной 2007 г. говорила о том, что «глобальные экономические риски *снизились* по сравнению... с сентябрем 2006 г. ... Экономика США в целом развивается хорошо... и дает позитивные сигналы»<sup>5</sup>. JPMorgan, пожалуй, финансовый институт номер один в Америке, 12 сентября 2008 г. (буквально, за три дня до кризиса) заявил, что рост ВВП США ускорится в первой половине 2009 г.

Большинство аналитиков и составителей прогнозов, как в государственном, так и в частном секторе, соглашались с точкой зрения, выраженной в журнале *Economist* в декабре 2006 г., что «рыночный капитализм, мотор практически всей мировой экономики, кажется, хорошо справляется со своей работой». Всего за день до кризиса, 14 сентября 2008 г., перспективы были настолько неопределенными, что на утреннем воскресном шоу *This week* на канале ABC у меня поинтересовались, действительно ли «шансы избежать рецессии выше 50%»<sup>6</sup>. Даже спустя сутки, когда все уже знали о кризисе, публика не допускала даже мысли о возможности обычной рецессии, не говоря уже о худшем за последние 80 лет кризисе.

Более того, уже после начала кризиса, в январе 2009 г., председатель (еще не вступивший в должность) Экономического совета при президенте озвучил прогноз, согласно которому уровень безработицы, тогда находившийся на отметке 7,8%, должен был снизиться до 7% к концу 2010 г. и до 6,5% к концу 2011 г.<sup>7</sup> В декабре 2011 г. уровень безработицы составил 8,5%.

Что же пошло не так? Почему практически все экономисты и видные политики буквально сели в лужу в таком важнейшем вопросе?

Мое исследование начинается с рассмотрения понятия «иррациональное начало», впервые использованного Мейнардом Кейнсом для обозначения «спонтанного стремления к действию в противовес бездействию, которое не является результатом рациональной количественной оценки средневзвешенного произведения выгод на их вероятность»<sup>8</sup>. Кейнс говорил о начале, которое движет экономической деятельностью. Мы же немного дополним кейнсианское иррациональное начало, включив в него неприятие риска под влиянием страха. Мне давно известно о таких «иррациональностях» и их проявлениях. В 1959 г. я, еще молодой тогда экономист, впервые обжегся на публичном прогнозе, когда на страницах журнала *Fortune* высказал обеспокоенность по поводу «чрезмерного оптимизма» инвесторов на рынке, который, как оказалось, был очень далек от бычьего пика<sup>9,10</sup>. Дело не в том, что я или другие составители экономических прогнозов не понимали, что рынки склонны к непредсказуемым и часто разрушительным изменениям настроения, не имеющим за собой ничего рационального. Суть скорее в том, что такое «иррациональное» поведение крайне сложно оценить, и оно трудно поддается более-менее надежному системному анализу.

Но сейчас, после нескольких лет тщательного изучения проявлений иррационального начала в кризисной ситуации, я пришел к выводу, что в иррациональном поведении людей есть нечто систематическое, особенно в экстремальных экономических условиях. Другими словами, это поведение можно учесть и встроить в процесс экономического прогнозирования и определения экономической политики.

С изменением позиции пришло понимание того, что «настроения» фактически отражают «закономерности», которые могут помочь нам идентифицировать надувание ценовых пузырей на рынках акций, сырьевых товаров и валют и даже предвидеть экономические последствия их схлопывания и восстановления рынка.

В частности, в главе 1 я разбираю конкретные поведенческие императивы — склонности, — такие как эйфория, страх, паника и оптимизм, и показываю, как они и культура, определяемая ими, влияют на рациональное экономическое поведение, а также как они сказываются на рыночных результатах. Это не значит, что мы должны выбросить из головы идею «экономического человека» со всеми ее тараканами.

Несмотря на абсолютную очевидность иррационального начала в поведении на рынке, факты свидетельствуют о том, что в долгосрочной перспективе свободной экономикой все же управляют рациональные экономические суждения. Однако долгосрочная перспектива может наступить *очень и очень* не скоро.

И все-таки при анализе истоков кризиса 2008 г. и последующего вялого восстановления очень важно принимать в расчет как долгосрочную, так и краткосрочную перспективу. С 1994 г. по 2008 г. надулись и лопнули два ценовых пузыря. Фактические данные говорят, что в определенной мере они отражали реальный рост производительности, но возникли на волне иррационального оптимизма и эйфории. Как только она прошла, ее сменил страх, парализовавший рынки.

Следует признать, что схлопывание не каждого пузыря приводит к таким разрушительным последствиям, как в 2008 г. Как показано в главе 2, обвалы 1987 г. и 2000 г. оказали сравнительно небольшое негативное влияние на экономику. Серьезность разрушений, вызываемых схлопыванием пузыря, определяется не типом активов, которые оказываются «токсичными», а размахом использования заемных средств держателями этих токсичных активов. Именно от него зависит, насколько инфекция будет заразной. Короче говоря, что имеет значение, так это уровень использования заемных средств, как мы увидим в главе 2.

Пузырям предшествуют продолжительные периоды процветания, низкой инфляции и очень узких спредов доходности долговых инструментов. Такой набор признаков, я уверен, и данные подтверждают это, является необходимым и достаточным условием появления пузыря. Все пузыри по определению сдуваются.

Эта книга затрагивает множество важных вопросов, имеющих отношение к нашему экономическому будущему. Работа над ней заставила меня высказаться по таким аспектам, которых я раньше не касался, и мои высказывания могут оказаться не очень приятными. Однако я писал эту книгу вовсе не для того, чтобы кого-то критиковать или рисовать мрачные перспективы. Мне просто хотелось изложить свои нынешние представления и показать, что я могу обосновать их.

США вышли из Второй мировой войны победителями. Производительность труда быстро росла. Уровень сбережений домохозяйств и компаний приближался к 10%. Наблюдался бум капиталовложений и жилищного строительства. Более того, даже после удовлетворения нашей стремительно растущей потребности в капиталовложениях оставалось еще достаточно сбережений, чтобы инвестировать их за границей.

Обеспечив себе лидерство в экономическом мире, мы благосклонно стали заботиться о том, чтобы наименее обеспеченные слои нашего общества тоже получали что-то от успеха страны в целом. После многолетнего осуществления программы социального страхования и других менее масштабных программ расходы на «предоставление правительством социальных благ физическим лицам» составляли всего 4,7% ВВП в 1965 г. Однако с принятием программ медицинского обеспечения Medicare и Medicaid и введением индексации выплат по программе социального страхования с учетом инфляции мы втянулись в 40-летний процесс наращивания расходов в среднем на 10% в год. Такое великодушие, как я продемонстрирую в последующих главах, привело к тому, что эти блага вытеснили частные сбережения практически доллар на доллар. В результате потери источника капиталовложений замедлился рост производительности, и дело могло обернуться еще хуже, если бы не наши массивные заимствования за границей. Более того, для финансирования растущих социальных выплат нам пришлось урезать все остальные статьи федерального бюджета. Мы рубим сук, на котором сидим, и уничтожаем сам источник нашей силы в мире. Нам жизненно необходимо изменить курс. Мы ведь уже делали это раньше — не раз в истории.

## ПРИМЕЧАНИЕ ДЛЯ ЧИТАТЕЛЕЙ

В главах этой книги вы встретите сноски и пояснения. Я включил их, чтобы подкрепить свои выводы, они имеют разную форму — это и текст, и таблицы, и графики, и регрессионный анализ (самый распространенный статистический инструмент оценки причин и следствий

## ВВЕДЕНИЕ

в экономике)<sup>11</sup>. Статистические выкладки в первый раз появляются в главе 2, и там я сопровождаю их краткими пояснениями, как следует интерпретировать результаты регрессионного анализа. В приложениях А и В я даю расширенное представление о «характеристиках инстинктивных склонностей» и «характеристиках неопределенности» соответственно. Те, кому цифровые данные не интересны, могут их пропустить. Надеюсь, моих комментариев достаточно, чтобы передать суть обоснований, которые дают приведенные в приложениях графики и уравнения.



## ИРРАЦИОНАЛЬНОЕ НАЧАЛО

**В** детстве я мало где бывал, лишь изредка покидая Нью-Йорк. Когда подростком я попал в более широкий мир, меня поразило, насколько похоже ведут себя совершенно разные люди. Они могли быть из разных стран и говорить на разных языках, но их взаимоотношения и поведение не представляли никакой загадки для мальчика, выросшего в недрах Нью-Йорка. Когда я стал больше ездить, то всегда изумлялся тому, что и норвежский бизнесмен, и вождь южно-африканского племени, и китайский музыкант примерно одинаково реагировали на повседневные события. Все они улыбались или смеялись, когда радовались, одинаково выражали страх или эйфорию.

Шли годы, и я видел, что подростки, несмотря на смену поколений, все так же остаются ранимыми, неловкими и испытывают все те же устремления. Представленный в романах Джейн Остин спектакль социальных отношений, разыгранный на сцене Британии начала XIX в., понятен и знаком всем нам, сегодняшним. Похоже, мы, люди, довольно гомогенный вид.

Но кто же мы, по сути? Сами мы считаем, что наше поведение определяется разумом в отличие от других живых существ. Это, безусловно, так. Однако мы довольно далеки от определения, данного неоклассическими экономистами, согласно которому люди действуют на основе рационального стремления к долгосрочному получению

личной выгоды. Наш мыслительный процесс — на что указывают бихевиористы — скорее интуитивный, а не силлогический. Конечно, в конце концов, всякий интеллектуальный и, соответственно, материальный прогресс нуждается в логическом подтверждении, но в целом логика не лежит в основе нашего обычного мышления.

Экономика иррационального, в общих чертах, охватывает широкий спектр поведенческих шаблонов людей и во многом пересекается с довольно новой дисциплиной — поведенческой экономикой. Задача заключается в том, чтобы дать более близкую к реальности модель поведения людей, чем модель полностью рационального «экономического человека», так долго преваляровавшая в курсах экономики наших университетов<sup>1</sup>. Согласно новому, более реалистичному взгляду на обычное поведение людей на рынке, наблюдаемый экономический рост несколько ниже, чем он мог быть, если бы люди действовали исключительно «рационально». Этот момент заслуживает большего внимания, чем просто научный интерес. Ведь наши статистические исследования и прогнозы и без того основываются на том, как люди *в действительности* поступают, а не на том, какие решения они могли бы принять, если бы вели себя более рационально. Действительно, если бы люди действовали так рационально, как говорят классические учебники по экономике, на которых я вырос, мировой уровень жизни был бы гораздо выше. Но они действуют иначе. Таким образом, с точки зрения составителя прогнозов, вопрос не в том, рационально ли поведение, а в том, является оно повторяющимся и системным, чтобы измерить его и предсказать.

Можем ли мы лучше идентифицировать и учитывать те моментальные суждения, на которых в основном (если не полностью) основываются наши скоропалительные финансовые и другие решения, — «быстрое мышление», говоря словами Дэниела Канемана, ведущего поведенческого экономиста? Думаю, да.

## БОЛЕЕ ОТДАЛЕННАЯ ПЕРСПЕКТИВА

Возьмем для примера те озарения, благодаря которым мы получили паровой двигатель, электрический мотор, железную дорогу, телеграф,



атомную энергию и интегральную схему. Эти и другие инновации в последние два столетия способствовали развитию человеческой цивилизации и достижению небывалого материального уровня жизни. Все они были результатом логических умозаключений человека. В XVII в. французский математик Блез Паскаль заметил, что «величие человека — в силе его мысли». Канеман называет это «медленным мышлением».

Великие изобретатели нередко считают, что их открытия происходили в результате озарения или интуитивно. Однако почему-то подобные озарения случаются только у тех, кто упорно накапливает необходимые знания<sup>2</sup>. Я считаю революцию XVIII в., эпоху Просвещения, в особенности работы Джона Локка, Дэвида Юма, Адама Смита и их последователей, важнейшей интеллектуальной основой высокого уровня жизни в XXI в. Их идеи привели к кардинальному изменению политических взглядов и общества, где до этого господствовало право помазанника Божия, нередко в сочетании с церковным правом. Многие страны преобразовались, поставив во главу угла верховенство закона, который защищал права личности и, в частности, право собственности. Конкурируя в поиске личной выгоды, мы стимулировали появление инноваций, встряхнувших мир после тысячелетнего экономического застоя. Это произошло исключительно в результате интеллектуальной деятельности, и именно она лежит в основе подъема современных капиталистических стран. Но рациональная интеллектуальная деятельность всегда сопровождалась изрядной долей иррациональности.

В XIX в. с переходом от натурального хозяйства к непрерывно усложняющейся городской экономике современного мира сформировался индустриальный экономический цикл. Им совершенно явно управляло то самое иррациональное начало, которое лежит в основе нынешних спекулятивных бумов. Поскольку сельское хозяйство, роль которого, хотя и упала, но все еще была значительной в 1950-е гг., зависело от погодных условий, а не от иррационального начала, оно выпадало из экономического цикла несельскохозяйственных отраслей и сглаживало взлеты и падения экономической активности в целом.

В этой книге я время от времени стараюсь дополнить стандартные модели прогнозирования для отражения в них того, что мы всегда

знали о финансовых крахах, но никогда не учитывали. Как уже говорилось, я всегда рассматривал иррациональные настроения как нечто *случайное*, трудно поддающееся встраиванию в формализованные модели функционирования рыночной экономики. Сентябрь 2008 г. стал переломным моментом для составителей прогнозов, в том числе и для меня. Он заставил нас искать пути учета в макромоделях иррациональных настроений, доминирующих в финансах.

Эти настроения, как будет показано позже, в большей или меньшей степени контролируются разумом, поэтому для описания такого поведения людей на рынке я предпочитаю использовать слово «склонности». В основе технологий, обеспечивавших рост производительности труда со времен эпохи Просвещения, лежат рациональные озарения. Случайная иррациональность не приводит к открытиям. Если бы рациональное начало не было определяющим фактором, мы бы не смогли объяснить колоссальное повышение уровня жизни, достигнутое за последние два века.

Ниже я продемонстрирую, как контролируемое разумом иррациональное начало влияет на *макроэкономические* решения и результаты. Недавно ставшая популярной поведенческая экономика заставляет составителей прогнозов оценивать экономические данные в контексте более сложной модели, чем та, к которой привыкло большинство из нас.

## ПОВЕДЕНЧЕСКАЯ ЭКОНОМИКА

Поведенческая экономика не заменяет традиционную экономическую науку и даже не претендует на это. Ведущий поведенческий экономист Дэниел Канеман, обсуждая свою последнюю книгу, отметил, что «все дело... в необъективности интуиции. Вместе с тем концентрация внимания на ошибках вовсе не отрицает разумности человека... Значительная часть наших суждений и действий адекватны»<sup>3</sup>.

Как точно подметили Колин Камерер и Джордж Лоуэнстайн десятилетие назад, «в основе поведенческой экономики лежит уверенность в том, что повышение реализма психологических основ экономического анализа улучшит экономическую науку *саму по себе*... Это не означает,

что надо полностью отказаться от неоклассического подхода к экономике, ориентированного на максимизацию полезности, равновесие и эффективность... [Поведенческие] отступления не радикальны... поскольку они касаются упрощающих допущений, не являющихся ключевыми в экономической науке. Например, в неоклассической экономике ничего не говорится о том, что людям следует... линейно взвешивать рискованные результаты или что им надо дисконтировать будущее экспоненциально при постоянной ставке»<sup>4</sup>.

## ИДЕНТИФИКАЦИЯ

Из-за того, что люди демонстрируют сходное поведение, каждый из нас может сам выявить большинство, если не все, врожденные склонности путем наблюдения и самоанализа. Страх, эйфория, дух конкуренции и временное предпочтение, например, достаточно очевидны и узнаваемы в людях. Другие склонности, такие как стадность или приверженность «местному», «отечественному», мы можем увидеть, в основном наблюдая за поведением других людей. (Далее мы рассмотрим эти склонности подробнее.)

Выделяя склонности, я не ставил целью выяснить, какие из них действительно врожденные, а какие повторяются настолько регулярно, что становятся равноценными врожденным. Я отношу к врожденным такие склонности, как стадное поведение, скорее для удобства, а не по каким-то высоким соображениям. В моей интерпретации термин «врожденный» включает в себя как изначально заложенные в человеке склонности, так и те стабильные образчики поведения, которые могут учитываться разработчиками моделей как врожденные. Я не претендую на полный охват имеющих отношение к экономике настроений или склонностей, но надеюсь, что сумел обозначить самые важные из них. Моя основная задача — очертить группу стабильных факторов экономического поведения людей, которые поддаются статистическому измерению и, таким образом, моделированию. Я в полной мере сознаю, что в своих изысканиях касаюсь дисциплин, в которых не разбираюсь профессионально, и стараюсь учитывать это в выводах.

## СКЛОННОСТИ

### *Страх и эйфория*

Всем нам доводилось испытывать чувство угрозы себе и своим материальным ценностям (страх) и ощущение благополучия или восторга (эйфория) при преследовании своих экономических интересов. Страх, главная составляющая иррациональных настроений, — это ответ на угрозу жизни, здоровью и имуществу. Это эмоциональное проявление, безусловно, врожденное — никто не застрахован от него. Но реагируют люди на страх по-разному, и это различие — один из компонентов индивидуальности каждого человека. Именно нашей индивидуальностью, несмотря на то, что в целом все мы похожи, обусловлено разное материальное и социальное положение людей в общественной иерархии. Более того, именно благодаря индивидуальности возникают рынки, существует разделение труда и экономическая деятельность в том виде, в котором мы их знаем.

### *Неприятие риска*

Неприятие риска — это сложный иррациональный мотив, который очень важен для прогнозирования. Оно отражает двойственное отношение людей к риску. Необходимость действовать, чтобы добыть пищу, обеспечить кров и удовлетворить другие жизненно важные потребности, очевидна для всех. Очевидно и то, что мы далеко не всегда знаем заранее, насколько успешными будут наши действия. Процесс выбора, какие риски принять, а какие нет, определяет относительную ценовую структуру рынков, которая, в свою очередь, определяет, куда будут инвестироваться сбережения, — важная функция финансов (я затрону эту тему в главе 5).

Если принятие риска так важно для нашей жизни, означает ли это, что более высокий уровень принятого риска лучше, чем более низкий? Если бы более высокий риск был лучше, то спрос на низкокачественные облигации был бы выше, чем на безрисковые, а высококачественные

облигации имели бы более высокую доходность, чем низкокачественные. Но этого не происходит, из чего можно сделать очевидный вывод: принятие риска — это неотъемлемая часть нашей жизни, но риск не является чем-то таким, чего активно ищут большинство из нас. Поддержание правильного баланса рисков очень важно для всех нас в повседневной жизни. Особенно наглядно это видно, пожалуй, в финансах при управлении портфельным риском.

Две крайности — нулевое неприятие риска и полное неприятие риска (или, если наоборот, — полное принятие риска и нулевое принятие риска) — не свойственны человеку. Нулевое неприятие риска, т. е. отсутствие какого-либо неприятия рискованных действий, означает, что человека совершенно не беспокоит объективный уровень риска для жизни и здоровья, или он не в состоянии оценить его. Такие люди не могут (или не хотят) идентифицировать опасные для жизни события. Однако чтобы получить что-то от жизни, необходимо действовать, т. е. принимать риски, связанные с собственными действиями или действиями других, например как родители берут на себя риски своих детей.

Мы нормально живем день за днем в этих границах неприятия риска и его принятия, которые приблизительно характеризуются спредами доходности на финансовых рынках в зависимости от кредитного рейтинга и сроков погашения. Эти границы чрезвычайно важны для прогнозирования. Изменение динамики цен акций в начале 2009 г. после кризиса 2008 г. сигнализировало о том, что уровень страха людей приближается к историческому пределу (см. главу 4). Пределы страха ясно видны и на кредитных спредах, у которых очень мало или вообще нет долгосрочных исторических трендов. Например, первоклассные облигации железных дорог сразу после Гражданской войны имели такие же спреды относительно казначейских ценных бумаг, как и после Второй мировой войны, что говорит о долгосрочной стабильности уровня и спреда неприятия риска людьми.

Я оцениваю как рациональную, так и эмоциональную реакцию людей на риск на нефинансовых рынках с помощью инструмента, который использую уже много лет, — доли ликвидного денежного потока, которую менеджмент *решает* направить в неликвидные, особенно

Конец ознакомительного фрагмента.

Приобрести книгу можно

в интернет-магазине

«Электронный универс»

[e-Univers.ru](http://e-Univers.ru)