



REUTERS

тонким, а цены на акции были невероятно раздуты, хотя в основе не было ничего кроме воздуха, поэтому акции стали уязвимы для внезапного коллапса, что в итоге и произошло.

Исаак Ньютон был одним из умнейших людей своего времени, но потерял на пузыре «Компании Южных морей» сумму, эквивалентную сегодняшним трем миллионам фунтов стерлингов. Он посетовал тогда, что может рассчитать движение небесных тел, но не безумие людей («I could calculate the motions of the heavenly bodies, but not the madness of the people»). Всю оставшуюся жизнь он запрещал кому бы то ни было произносить в его присутствии слова «Южное море». Ньютон был величайшим ученым, но он не был умным инвестором, потому что позволил эмоциям взять верх над собственным разумом и поддался иррациональности толпы.

Бенджамин Грэм — выдающийся экономист, профессор и сверхупешный инвестор XX века, учитель и наставник таких гигантов инвестирова-

ния, как Джон Темплтон, Уильям Руан, Чарли Мангер и Уоррен Баффет, писал: «Действительно, главной проблемой инвестора — и даже его злейшим врагом — скорее всего, будет он сам». Опыт научил Грэма, что финансовые рынки подчиняются фундаментальным законам, таким же неумолимым, как законы Ньютона. В своих книгах Бенджамин Грэм показал, что регрессия к среднему значению — то, что идет вверх, должно потом пойти вниз, а то, что все равно идет вверх, должно падать еще сильнее — это первый закон финансовой физики.

## Управляющие активами считают «рациональное надувание пузырей» благом, и этот процесс начинает жить собственной жизнью

Пузырь активов, или биржевой, финансовый, спекулятивный пузырь, — это рыночная ситуация, при которой цены на активы оказываются оторванными от их реальной внутренней стоимости и фундаментально обоснованных уровней и определяются химерическими надеждами, неправдоподобными или противоречивыми представлениями инвесторов о будущем и факторами социальной психологии.

Американский телеканал CNN уже несколько лет публикует «Индекс страха и жадности» (Fear and Greed Index). Индекс рассчитывается на основе семи

показателей, измеряемых по шкале от 0 до 100. Инвесторами, по мнению CNNMoney, движут две эмоции: страх и жадность. Когда инвесторы становятся жадными (значение индекса приближается к 100), они могут слишком высоко поднять котировки акций. Зато сильный страх (индекс около нуля) может потопить акции намного ниже того уровня, на котором они должны быть.

Поскольку рыночные пузыри представляют угрозу финансовой стабильности, для регуляторов, крупных институциональных инвесторов и банков встает вопрос о том, что нужно и можно делать, когда происходит резкий рост цен на активы. Нужно ли как-то реагировать на рыночный бум — сдерживать активность, в том числе ограничивая маржинальные операции и монетарные стимулы, но рискуя при этом недодать денег реальной экономике? Или регуляторы должны позволить «невидимой руке рынка» самой решать — кого казнить, а кого миловать, а роль монетарных властей будет ограничена расчисткой последствий лопнувших пузырей?

В рамках мейнстримной экономической науки считается, что пузыри не могут быть определены заранее и их формирование невозможно предотвратить. Был пузырь или нет, можно определить, согласно классической Ecomomics, лишь спустя несколько лет. Более того, считается, что попытки «проколоть» пузырь могут усилить нестабильность на рынках и вызвать финансовый кризис. И тогда лечение болезни может оказаться хуже самой болезни, поскольку упреждающее ужесточение монетарной политики так же негативно скажется на реальной экономике, как и коллапс пузырей, но при этом лишит экономику одного или нескольких лет роста. Поэтому считается, что вместо политики сдерживания бума активов власти должны ждать, пока пузыри лопнут сами по себе, а затем можно устранить последствия с помощью денежно-кредитной и фискальной политики. Именно так и поступили в 2008 году. Гринспен утверждал, что «существует фундаментальная проблема с рыночным вмешательством, чтобы проколоть пузырь: предполагается, что вы знаете больше, чем рынок», и выражал озабоченность по поводу «последствий для долгосрочной стабильности и эффективности нашей финансовой системы, если ФРС попытается заменить свои суждения суждениями рынка». Другими словами, регулятор не умнее рынка, но высокомерие не позволяет прислушиваться к мнению регулируемых. Печальный результат подхода ex post известен.