

# АЛАН ГРИНСПЕН



Риск,  
человеческая  
природа  
и проблемы  
прогнозирования

## Карта и территория

Алан Гринспен

**Карта и территория. Риск,  
человеческая природа и  
проблемы прогнозирования**

«Альпина Диджитал»

2014

## **Гринспен А.**

Карта и территория. Риск, человеческая природа и проблемы прогнозирования / А. Гринспен — «Альпина Диджитал», 2014

Алан Гринспен, возглавлявший с 1987 по 2006 год Совет управляющих Федеральной резервной системы США, является одним из наиболее авторитетных экономистов современности. Его новая книга посвящена проблеме прогнозирования экономики. Он исследует существующие системы экономического прогнозирования в поисках ответа на вопрос, почему эти экономические модели не позволили предсказать кризисы последнего времени. Автор критически анализирует фундаментальные допущения, связанные с управлением рисками, и предлагает пути обновления концептуальной основы моделей экономики с целью повышения качества прогнозов в будущем. Фундаментальная работа «Карта и территория» является квинт эссенцией истории экономических предсказаний, новых работ в сфере поведенческой экономики и огромного профессионального опыта самого Гринспена. На русском языке книга выходит в новой авторской редакции 2014 года. Она адресована руководителям всех уровней, финансистам, инвесторам и тем, кто интересуется проблемой достоверности экономических прогнозов и причинами возникновения кризисов.

© Гринспен А., 2014

© Альпина Диджитал, 2014

# Содержание

Введение	6
Императив предсказаний	7
Эконометрика	8
Мир изменился	10
Примечание для читателей	13
Глава 1	14
Более отдаленная перспектива	15
Поведенческая экономика	16
Идентификация	17
Склонности	18
Склонности: плюсы и минусы	27
Рациональность	28
Глава 2	29
Исчезновение ликвидности	30
Конец ознакомительного фрагмента.	31
Комментарии	

# **Алан Гринспен**

## **Карта и территория. Риск, человеческая природа и проблемы прогнозирования**

Редактор *Вячеслав Ионов*

Руководитель проекта *О. Равданис*

Корректоры *Е. Аксёнова, Е. Чудинова, М. Угальская, С. Мозалёва*

Компьютерная верстка *К. Свищёв*

Арт-директор *С. Тимонов*

© Alan Greenspan, 2013, 2014

This edition published by arrangement with The Penguin Press, a member of Penguin Group (USA) LLS, a Penguin Random House Company

© Издание на русском языке, перевод, оформление. ООО «Альпина Паблишер», 2015

*Все права защищены. Никакая часть электронного экземпляра 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.*

\* \* \*

## 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 крах 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 реше-



ний 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 натуры никоим образом не влияют на взаимодействие элементарных частиц<sup>[4]</sup>. Наша склонность бояться и впадать 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 пузырей. 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

сти, и дело могло обернуться еще хуже, если бы не наши массированные 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 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.

## Глава 1

### 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 превалировавшая в курсах экономики наших университетов<sup>[12]</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>[13]</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 толикой 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>[14]</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>[15]</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 финансовых рынках с помощью инструмента, который использую уже много лет, – доли ликвидного денежного потока, которую менеджмент *решает* направить в неликвидные, особенно долгосрочные, капиталовложения. Эта доля характеризует уровень неуверенности руководства компаний и, соответственно, его готовность принимать риски. В 2009 г. она упала до минимального для мирного времени уровня с 1938 г. Эквивалентным показателем неприятия риска для домохозяйств является доля их денежного потока, вкладываемая в дома. Этот показатель достиг самого низкого за послевоенный период уровня в 2011 г. Резкое сокращение инвестиций, особенно в долгосрочные активы, в значительной степени объясняет, почему американская экономика не восстановилась так же, как это было в 10 предыдущих случаях после Второй мировой войны (см. главу 7 «Неопределенность – враг вложений»).

В этой книге я пытаюсь разобраться в роли неуверенности и неприятия риска как ключевых детерминантов экономической активности. На мой взгляд, цены акций не только являются важным признанным индикатором деловой активности, но и ее действенным стимулятором (см. главу 4). Неопределенность во многом схожа с поисками в тумане. Сильное дисконтирование будущего равносильно признанию невозможности ясно видеть дальше определенной точки и того, что мы видим все хуже с увеличением расстояния (риска). Уменьшить или устранить неопределенность – все равно что выйти из тумана.

## Временное предпочтение

Временное предпочтение – это очевидная склонность более высоко ценить актив сегодня, чем в определенное время в будущем. Обещание, выполненное завтра, не такое ценное, как обещание, выполненное сегодня. Яркий пример временного предпочтения – это готовность покупателей очень популярного iPhone 5 от Apple (выпущен в сентябре 2012 г.) заплатить больше, лишь бы получить его сейчас. Мы знакомы с этим феноменом по его наиболее явному проявлению – процентным ставкам и нормам сбережения (см. пояснение 1.1). Устойчивость временного предпочтения продемонстрировать очень просто. Даже в Древней Греции в V в. до н. э. уровни процентных ставок были такими же, как и на нынешних рынках<sup>[16]</sup>. Официальная учетная ставка Банка Англии колебалась с 1694 г. по 1972 г. от 2 до 10 %. В конце 1970-х гг., во время инфляции, она подскочила до 17 %, но затем снова вернулась в свой исторический диапазон ниже 10 %. Логично предположить, что у временного предпочтения также нет явного долгосрочного тренда.

Такие выводы об устойчивости временного предпочтения согласуются с положениями поведенческой экономики. Известный эксперимент, проведенный в 1972 г. психологом Стэнфордского университета Уолтером Мишелем, показал связь между способностью детей в возрасте от четырех до шести лет отказаться от немедленного удовольствия<sup>[17]</sup> и результатами, которые годы спустя эти же дети показывали на экзаменах: оценки тех, кто в детском возрасте мог отказаться от немедленного вознаграждения, были выше. Испытание тех же участников в 2011 г. подтвердило *пожизненное* сохранение склонности к одному и тому же временному предпочтению, хотя и неодинаковому у разных людей. Отказ от немедленного вознаграждения в пользу большего вознаграждения в будущем обычно связан с более высоким интеллектуальным уровнем.

Я считаю, что реальные (с учетом инфляционных ожиданий) рыночные процентные ставки стремятся к устойчивому временному предпочтению, хотя это и не очевидно, поскольку временное предпочтение редко проявляется явным образом.

### **Пояснение 1.1. Временное предпочтение и сбережения**

Ожидания относительно будущего (временное предпочтение) со всей очевидностью должны влиять на нашу склонность к сбережениям. Высокая предпочтительность немедленного потребления снижает склонность к сбережению, а высокая предпочтительность накопления сбережений на старость, например, снижает склонность к немедленному потреблению. Тем не менее на протяжении большей части нашей истории временное предпочтение не оказывало заметного влияния на уровень сбережений. До XIX в. практически вся производимая продукция шла на поддержание существования людей. Откладывать было практически нечего, даже если врожденная склонность к сбережению требовала этого.

Например, население Западной Европы могло обеспечивать рост всего на 0,2 % в год с 1000 г. по 1820 г. после застоя в предыдущее тысячелетие<sup>[18]</sup>. Лишь когда инновации и рост производительности труда избавили, наконец, людей от хронического голода, временное предпочтение стало заметной экономической силой. С 1880 г. валовой уровень частных сбережений в США был удивительно стабильным и оставался в пределах 10–20 % ВВП. Валовые внутренние сбережения были в среднем несколько выше, но, как видно в примере 9.3, норма сбережений резко выросла после 1834 г.

Сбережения – это показатель степени отказа от потребления. Инвестиции – характеристика конкретных активов, в которые вкладываются эти сбережения. Сбережения и инвестиции, как я покажу в пояснении 9.3, – это взаимозаменяемые характеристики одних и тех же *реальных* финансовых операций.

Культура отражает склонность страны к отказу от потребления. Действуя рационально, люди с молодости накапливают сбережения для своего обеспечения после ухода на пенсию. (Само понятие «уход на пенсию» – феномен XX в.) Однако нередко наши менее рациональные склонности мешают поступать так предусмотрительно.

Что интересно, так это как нам, в США, удавалось сохранять такое постоянство нормы сбережения более столетия. Временное предпочтение, которое, судя по долгому периоду стабильности безрисковых процентных ставок, было устойчивым, определяет потолок доли доходов, превращаемых людьми в сбережения при наличии возможности. Временное предпочтение стало фактором, определяющим норму сбережений, не раньше чем человеческий гений поднял производство до такого уровня, когда оно стало давать больше необходимого лишь для простого выживания.

### **Стадное поведение**

Известная человеческая черта – следовать за лидером или подражать ему. Она возникает из стремления большинства людей обеспечить свою безопасность (эмоциональную и физическую) через принадлежность к определенной группе. Это, пожалуй, одна из главнейших

склонностей человека, уступающая по значимости разве что страху, и значительный фактор экономической деятельности. Стадность существенно усложняет процесс спекуляции и экономический цикл, поскольку отвлекает нас от рыночных фактов и привлекает внимание к менее объективным взглядам других людей. Стадное чувство велит потребителю «быть не хуже других», толкает к «демонстративному потреблению» (термин введен Торстейном Вебленом в 1899 г.)<sup>[19]</sup>,<sup>[20]</sup>.

Я бы предположил, что именно это поведение лежит в основе долгосрочной стабильности уровней расходов и сбережений домохозяйств из поколения в поколение. Индивидуальные сбережения как доля располагаемого индивидуального дохода в мирное время практически не выходили из узкого диапазона 5–12 % с 1897 г. (см. пример 1.1). Возникает вопрос, почему при очень значительном росте среднего реального дохода домохозяйств в течение жизни многих поколений не выросла средняя норма сбережений? Как я отмечал в книге «Эпоха потрясений»<sup>1</sup>, счастье зависит от того, как доход человека соотносится с доходом тех, кого он считает равными себе, или тех, кого он выбрал в качестве модели, а не от абсолютного размера получаемых материальных благ. Когда выпускников Гарварда спросили, что доставит им больше радости: \$50 000 в год, если другие зарабатывают в два раза меньше, или \$100 000 в год, если другие зарабатывают в два раза больше, – большинство выбрало более низкий доход. В свое время, узнав об этой истории, я посмеялся и хотел было выбросить ее из головы. Однако она напомнила мне о любопытном исследовании, проведенном в 1947 г. Дороти Брейди и Роуз Фридман<sup>[21]</sup>.

Брейди и Фридман обнаружили, что доля дохода, которую американская семья тратит на приобретение непродовольственных товаров и услуг, определяется в значительной мере не размером семейного дохода, а его уровнем относительно среднего семейного дохода в стране. Из этого следует, что семья со средним доходом в 2000 г. должна истратить такую же долю своего дохода, как и семья со средним доходом в 1900 г., хотя с учетом инфляции доход 1900 г. составляет небольшую часть дохода 2000 г. Выполненная мною перепроверка их расчетов на обновленных данных подтвердила сделанный вывод<sup>[22]</sup>. Поведение потребителей практически не изменилось за последние 125 лет.

Стадность отличается от других склонностей тем, что это не только индивидуальная склонность к подражанию, но и принцип коллективного поведения, влияющий на экономику в целом. Например, страх и эйфория – это заразные процессы, усиливаемые стадным чувством<sup>[23]</sup>. Между тем бывает сложно понять, почему люди хотят принадлежать к одной группе больше, чем к другой, или что заставляет их оставлять одну «толпу» и присоединяться к другой. Появление современных социальных сетей лишь усилило стадность поведения.

Стадное поведение – это и главный двигатель, и важная характеристика спекулятивных бумов и крахов. Когда стадная спекулятивная горячка зарождается на бычьем рынке, он становится весьма уязвимым к тому, что я называю «парадоксом Джессела» (см. главу 3), и обваливается. Если парадокс Джессела объясняет спекулятивные бумы на растущем рынке, то аналогией обратного процесса на падающем рынке в прямом и переносном смысле является «паника в стаде» – термин из скотоводческой практики Дикого Запада.

Повседневная реальность требует от человека принятия таких решений, которые большинство в той или иной степени считает выше своего понимания<sup>[24]</sup>. Многие из нас руководствуются догматами религии, и все мы следуем примеру окружающих или лидеров.

Те же, кто полагают – справедливо или нет, – что они знают путь, которым должно идти общество, должны бороться за лидерство. Возникают клики или политические партии, из недр

<sup>1</sup> Гринспен А. Эпоха потрясений: Проблемы и перспективы мировой финансовой системы. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. С 264–265.

которых выходят лидеры, иногда используя военные рычаги. В демократических обществах, к счастью или нет, кто именно станет лидером, в немалой мере зависит от стадного поведения.

Очень немногие социальные группы (если вообще найдутся такие) добиваются успеха без определенной иерархии лидерства. Сообщества, которые принимают коллективные решения путем строго согласия, особенно те, что пытаются строить совместную жизнь на основе обобществления дохода и богатства, практически всегда распадаются. Люди склонны устанавливать эмоциональные связи с более широким сообществом, но когда такие связи требуют уравнивания дохода или статуса в сложившейся иерархии, они рвутся из-за присущего человеческой натуре эгоцентризма. Склонность к соперничеству заставляет нас участвовать в гонках за лидерство, а это ведет к разрушению сообществ с общественной формой собственности.

В любом обществе люди стремятся повысить свой статус в существующей иерархии. Даже те, кто считает, что мнение других не влияет на них, все равно придерживаются обычаев и культуры своих сообществ. Так, Альберт Эйнштейн, образец интеллектуально независимого человека, следовал социальным нормам своего времени. Айн Рэнд, самая независимая личность, которую я когда-либо знал, одевалась совершенно обычным образом, как было принято в ее обществе.

### **Инерция**

Каждый из нас стремится снизить напряжение и тревоги, связанные с повседневной жизнью. Инерция, нежелание что-либо предпринимать, – это состояние, в котором мы обычно находимся, пока настоятельная необходимость не заставит нас действовать. Эта склонность особенно заметна на рынке, где каждодневные изменения, например цен и производства, крайне малы.

Как показано в приложении А, цены акций даже с учетом долгосрочного тренда не демонстрируют той хаотичности, которую можно было бы ожидать в отсутствие склонности к инерции. Это следует из намного более значительной концентрации небольших дневных изменений, чем предполагает полностью случайное колебание цен.

### **Зависимость**

Чувство взаимозависимости заставляет нас искать поддержки и одобрения тех людей, которых мы считаем своим окружением. Люди за редким исключением живут не как отшельники, а группами и пользуются выгодами сотрудничества и разделения труда<sup>[25]</sup>. Ну и, конечно, если бы мы не следовали инстинкту продолжения рода, то никого из нас здесь не было бы. Но чувство зависимости по определению ввергает «зависимых» в состояние неопределенности. Чтобы избавиться от неопределенности, «включается» врожденная склонность человека к самоуважению, и он бросает вызов власти. По природе своей человек склонен к определенной доле независимости. Зависимость в той или иной форме необходима, но вовсе не обязательно приносит удовольствие. Дети, которых родители воспитывают в строгости, часто бунтуют против родительского контроля. Бывает даже, что они убегают из дома в знак протеста, однако возвращаются тогда, когда потребность в зависимости становится очевидной.

### **Взаимодействие**

Временное предпочтение в сочетании с неприятием риска и стадностью главенствует в ценообразовании всех приносящих доход активов и с XIX в. определяет ту долю дохода, которую домохозяйства превращают в сбережения в долгосрочной перспективе. Реальная (с уче-

том инфляции) процентная ставка фиксируется на основе временного предпочтения и колеблется в зависимости от объемов сбережений и инвестиций в экономике и уровня финансового посредничества. Доходность облигаций характеризует неприятие риска по двум показателям: кредитный рейтинг и срок погашения. Стадный инстинкт нередко приближает индивидуальное неприятие риска к среднему уровню для группы: другие инвесторы, семья, аналитики. Биржевые цены можно рассматривать как размер ожидаемой прибыли на акцию, умноженной на применимую к этой прибыли ставку дисконтирования. Эта ставка дисконтирования представляет собой требуемую инвесторами норму доходности для конкретных рискованных активов. Премия за риск инвестирования в акции – разница между ожидаемой доходностью и доходностью безрискового актива – является индикатором временного предпочтения. Капитализация доходности арендованной недвижимости рассчитывается таким же образом.

### **Склонность к местному**

Склонность к местному – это стремление иметь дело с привычным: со знакомыми людьми, с известными местами, с понятными в плане культуры, языка, интересов вещами. Она ясно просматривается в данных внешней и внутренней торговли даже с учетом разницы в транспортных издержках. Например, доля Канады и Мексики во внешнеторговом обороте США превысила 29 % в 2013 г., что значительно больше их доли в глобальном (неамериканском) ВВП. А аптека, которой предпочитает пользоваться моя семья, продает лекарства в основном клиентам, живущим в пределах мили от нее.

Если отвлечься от прямых и косвенных барьеров, то люди, похоже, предпочитают инвестировать в знакомые местные предприятия. В США ничто не мешает инвестированию в других штатах – у них одна и та же валюта, культура, язык, законодательство. Однако исследования показали, что индивидуальные инвесторы и даже профессиональные инвестиционные менеджеры немного склоняются к инвестированию в местных общинах и штатах. Доверие, которое является критическим аспектом инвестирования, подкрепляется хорошим знанием местного.

Ведение дел с партнерами, «находящимися поблизости», дает эмоциональный комфорт, который мы все ощущаем в личных отношениях, когда они становятся знакомыми и предсказуемыми. Неопределенность, которая исходит от незнакомцев, рождает стресс, проходящий по мере ознакомления. Личные взаимоотношения, сложившиеся за месяцы и годы, – это главная причина, по которой люди, родившиеся и выросшие в том или ином месте, нередко остаются там навсегда, даже если у них есть возможности и веские причины уехать. Привязанность к дому порождает чувство тоски, или ностальгии, когда мы покидаем его.

### **Соперничество**

Более сложной и прямо противоположной чувству зависимости является наша самоочевидная склонность к соперничеству. Последствия ее проявления гораздо более разнообразны, чем у большинства других склонностей. Конкуренция на рынке, безусловно, неременное условие эффективного функционирования экономики, как подчеркивают экономисты уже более двух столетий. Дух соперничества напрямую определяет нашу культуру и оказывает косвенное воздействие на экономические события.

Мы соревнуемся постоянно – и на футбольном поле, и в споре за столом. Стоит нам увидеть матч, то даже если играют незнакомые команды, уже через несколько минут мы начинаем болеть за кого-то. В противном случае интерес к игре пропадает. Такова наша натура. А когда эта склонность сочетается со стадным инстинктом и склонностью к местному, местные команды получают горячую поддержку в борьбе против «чужаков». Зрелищные виды спорта – это своего рода моралите: мы со стороны, как спектакль, наблюдаем состязание, подобное

тому, в котором участвуем сами в повседневной жизни как экономической, так и неэкономической. Вид спорта не так важен – главное, чтобы была борьба, победители и побежденные.

Я подозреваю, хотя и не могу доказать, что эта склонность, в дарвиновском смысле, необходима для выживания. Если мы не добиваемся успеха в состязании с принятием риска, то погибает. Война – уродливое проявление этой склонности. В войне соперничество доводится до уровня смертельной битвы, в которой определяются окончательные победители и побежденные. Поскольку человечество постоянно воевало на протяжении своей истории, я считаю склонность к соперничеству врожденной. Это одно из многих проявлений иррационального начала<sup>2</sup>.

## Система ценностей

У каждого человека есть представление о том, что хорошо, а что плохо. Наша оценка правильности и справедливости строится на основе внутренней системы ценностей. Мы рационально формируем внутреннее видение того, насколько наши действия соответствуют этим ценностям, и, исходя из этого, определяем, правильно или неправильно, какой набор действий должен лежать в основе нашей жизни. Системы ценностей многих людей строятся на религиозных убеждениях и культурных традициях и прививаются с малого возраста родителями, а позже – знакомыми и близкими людьми.

То, что воспринимается человеком как правильное или неправильное, не предопределено – каждый из нас сам заполняет пустые места на основе собственной системы ценностей. Неудивительно, что стадное поведение является одним из главных факторов в процессе выбора, и иерархия ценностей людей может меняться, да и меняется, с течением времени. Более того, мы не можем не применять свои стандарты для оценки действий других людей.

Эта склонность является источником нашего чувства «справедливости» в экономических вопросах. Большинство людей действуют, словно их личное чувство справедливости очевидно для всех. Это не так. Оно представляет собой лишь глубинную иерархию ценностей, которые многие с трудом могут сформулировать или даже идентифицировать в некоторых случаях. Большинство считают очевидным, что более высокая ставка налогообложения для богатых «справедлива». Но это предполагает, что каким-то образом налогоплательщик верхнего налогового разряда «не заработал» свой доход, т. е. точку зрения, в соответствии с которой в обществе, где существует разделение труда, весь доход генерируется совместно. Однако есть и другая точка зрения: хотя продукция производится коллективно на свободном конкурентном рынке, доход каждого отражает его вклад в общий результат. Любая точка зрения может быть, да и является, рациональной, но ни одна из них не самоочевидна. «Налоговый потенциал» – это прагматический подход, который также исходит из того, что доход «не заработан».

Большинство людей в обществе или в стране придерживаются одних и тех же стандартов справедливости. Именно это в демократических обществах определяет, что является юридически «справедливым», т. е. основу нашего законодательства. Такие базовые убеждения являются главным фактором сплоченности общества. Например, в США документальное оформление общественного договора – это наша Конституция. Верховенство закона у нас подкреплено этими «основными правами человека». Наша конституция существует с небольшими поправками с 1789 г. Но незыблемость верховенства закона в нашей стране периодически подвергалась испытаниям и даже подрывалась в ряде вопросов, прежде всего в ситуации с рабством, приведшей к Гражданской войне. Странно, что это случилось не сразу, учитывая очевидное

---

<sup>2</sup> Любопытный аргумент в пользу того, что в долгосрочной перспективе (тысячелетней) войны делают мир безопаснее и богаче, см. в Ian Morris, “In the long run, wars make us safer and richer” (*Washington Post*, April 25, 2014).



противоречие между Декларацией независимости, в которой сказано, что «все люди созданы равными», и рабством.

## Оптимизм

Еще одна черта человека – преобладание оптимизма над реализмом во взглядах. Человек склонен думать, что успех в делах более вероятен, чем следует из объективных данных. В частности, это касается участия в лотереях, где людям кажется, что можно выиграть, хотя шансы объективно не на их стороне. С учетом «барыша» организаторов лотерей ожидаемый исход для каждого лотерейного билета отрицателен. Тем не менее довольно большая часть населения играет, явно демонстрируя преобладание оптимизма над реальностью.

Даже в более «рациональном» деловом мире довольно низкий уровень успешности новых ресторанов, например, не охлаждает оптимизма новоявленных рестораторов. Так или иначе, частота провалов не меняется с накоплением опыта. В корпоративном мире есть удивительно успешные предприниматели, достигшие больших высот. Но если бы они всерьез стали рассчитывать шансы на успех, думается, вряд ли кто из них рискнул взяться за дело.

Отдельного человека провал, конечно, отбрасывает назад. Общество в целом, даже если доля успешных инициатив не превышает 1 %, получает в числе достижений систему электропередачи и лампу накаливания Эдисона, телеграф Морзе и конвертер Бессемера. Их влияние на будущий рост производительности огромно.

Потерпевшим крах оптимистам нет числа. Но ресурсы, потребленные провалившимися инициативами, малы по сравнению с достижениями, принесенными 1 % успешных начинаний. Для общества в целом неважно, какие именно предприниматели и по каким причинам входят в 1 % успеха. Однако то, что этот 1 % приносит успех, имеет огромное значение. Мы не знаем, какое предприятие будет успешным. Но в обществе, где «оптимистичным» изобретателям предоставлена свобода, не сдерживаемая политическими репрессиями или клановым капитализмом, часть из них определенно добьется успеха, и они будут в значительной мере обеспечивать общий экономический рост.

По словам Дэниела Канемана, «люди, которые в наибольшей мере влияют на жизнь других, это обычно оптимисты, принимающие на себя больше риска, чем они думают... Оптимисты играют непропорционально большую роль в определении характера нашей жизни. Их решения меняют картину; они – изобретатели, предприниматели, политические и военные лидеры, а не средние представители рода человеческого... Берущие на себя риск предприниматели-оптимисты однозначно привносят динамику в капиталистическое общество, даже если большинство из них в конечном итоге испытывают разочарование»<sup>3</sup>.

Миллионы людей, стремящихся к маловероятным достижениям, являются инвесторами в наше общество, которые приумножают основные средства и повышают почасовую выработку. На них приходится очень большая часть частных дискреционных (экзогенных) расходов, стимулирующих частный сектор.

Япония фактически захватила американский рынок электроники в начале 1980-х гг. Однако впоследствии была вытеснена новаторами-оптимистами из Кремниевой долины. Инновационный взрыв толкал американскую экономику вперед, особенно в 1990-е гг. Как отмечал Канеман, «мы также склонны преувеличивать свою способность предвидеть будущее, что порождает чрезмерный оптимизм. Последствия склонности к оптимизму для принятия решений следует, пожалуй, отнести к самым существенным в ряду когнитивных искажений»<sup>[26]</sup>.

---

<sup>3</sup> Daniel Kahneman, *Thinking Fast and Slow* (New York: Farrar, Straus and Giroux, 2011), pp. 256–259.

## **Склонность дорожить родными**

Вряд ли кто усомнится во врожденной склонности людей дорожить своими родными, особенно детьми, предпочитая их другим людям. Отсюда извечное стремление оставлять наследство и передавать приобретенное благосостояние следующему поколению.

## **Личная выгода**

Наши действия направлены на приобретение ценностей – материальных и иных, – которые необходимы для выживания и процветания. Если это не удастся, мы погибам. Если говорить об экономике, то в основе подавляющей части наших действий лежит преследование личной выгоды. Если бы личная выгода не была ключевым детерминантом экономической деятельности, чем бы тогда объяснялось то, что кривые спроса идут вниз, а кривые предложения – вверх, т. е. покупатели покупают больше, а поставщики поставляют меньше, при падении цен? Именно это, а также обратная ситуация, определяет цены на всех типах рынков. Восходящая кривая спроса – редкое явление<sup>[27]</sup>. Прибыль как мотив непременно сужает выбор. Но даже и здесь есть исключения, которые ставят долгосрочные преимущества выше немедленного вознаграждения. Всем людям, безусловно, присуща склонность ценить жизнь. Несмотря на определенные ограничения, она является источником таких чувств, как сострадание, сочувствие, а в предельных случаях, самопожертвование. Именно оно заставляет отца рисковать своей жизнью и бросаться на помощь тонущему ребенку. Таким образом, выходящее далеко за чисто экономические рамки преследование личной выгоды имеет существенные экономические последствия. В период кризиса мы стараемся помогать друг другу, поскольку стремимся к общему результату. Подобное поведение наблюдалось во время бомбардировки Лондона в 1940 г. и позже, после взрывов на Бостонском марафоне.

## **Самоутверждение**

Источником всех мотивов человека, похоже, является наше бесконечное стремление к самоутверждению. Это врожденное качество человека, и оно требует постоянной подпитки – так или иначе практически все наши действия направлены на самоутверждение. Марк Твен высказал эту мысль проще: «Человек неуютно себя чувствует без самоутверждения». Люди постоянно ищут подтверждения самооценки, нередко в оценках других людей и признательности тех, кому они оказали помощь. При отсутствии возможности самоутверждения большинство из нас впадает в депрессию.

## **Склонности: плюсы и минусы**

Некоторые наши склонности оказывают как положительное, так и отрицательное влияние на экономическую деятельность. Положительное проявление врожденной склонности к соперничеству заключается в том, что она заставляет в процессе преследования личной выгоды и самоутверждения направлять ресурсы на достижение наивысшего результата с точки зрения ценностных предпочтений общества в целом. Стадное поведение определяет тенденции в сфере товаров и услуг, ведет к повышению качества нашей жизни. Склонность к стадности приводит к росту массового производства, и снижению себестоимости единицы товара или услуги (а также к подражанию в сфере капиталовложений). Все это способствует росту производительности и уровня жизни. Отрицательным же является то, что соперничество в своей экстремальной форме может принять, как я говорил ранее, уродливую форму и даже вылиться в насилие.

## Рациональность

Ответная реакция людей на повседневные экономические события подпадает, по большей части, под категорию интуитивного или «быстрого» мышления. Эти так называемые инстинктивные решения принимаются на основе распознавания знакомых моделей в новых ситуациях. Практически мгновенно, с первого взгляда мы приходим к заключению, которое возникает интуитивно без обращения к источнику. Спустя некоторое время и по зрелому размышлению мы нередко пересматриваем свои первоначальные инстинктивные решения, а иногда и полностью отказываемся от них.

По мере накопления опыта в определенной сфере наша интуиция становится более развитой. Я утверждаю это с некоторыми оговорками. Из опыта собственных изысканий и работ тех моих знакомых, которым я задавал этот вопрос, я сделал вывод, что мы не осознаем, как функционирует «черный ящик» нашего разума или лобная доля мозга: мы накапливаем информацию в голове, а через некоторое время наступает озарение. Альберт Эйнштейн, великий ум XX в., когда его спросили об источнике озарений, так описал этот процесс: «Новая идея приходит неожиданно, на интуитивном уровне. Но интуиция – это не что иное, как результат предшествующих размышлений»<sup>[28]</sup>. Не удивительно, что интуитивные озарения приходят к тем, чей интеллектуальный багаж постоянно пополняется.

По большей части ответная реакция людей на экономические события в конечном итоге рациональна, поскольку иррациональное в значительной мере сдерживается рациональным. На рынках даже в состоянии крайней эйфории или паники никто не ждет, что средние цены удвоятся или утроятся за ночь, или что цены на зерно упадут до пяти центов за бушель. Но где провести границу между рациональным суждением и инстинктивными склонностями? Когда я, находясь за рулем, вижу, как идущие впереди автомобили резко берут влево, то следую за ними, предполагая, что они объезжают какое-то препятствие. Возможно, это ошибка, но она является результатом рационального процесса. Когда мои знакомые скупают какие-то акции, а я не раздумывая начинаю делать то же самое, то это уже не рациональный процесс, а стадный инстинкт.

Все же нельзя однозначно утверждать, что настроения являются чисто рациональными или иррациональными. Это термины из мира свободного выбора, а не из мира жестко детерминированных врожденных реакций. Однако в той мере, в которой действия человека определяются «настроениями», материальные результаты являются менее удовлетворительными (чисто с экономической точки зрения), чем они были бы, если бы иррационального начала не существовало, и экономическое поведение всех людей было исключительно рациональным. Фундаментальная предпосылка классической экономики заключается в том, что богатство и уровень жизни растут в результате преследования участниками рынка долгосрочной личной выгоды. Любое отклонение от этого неоптимально по определению. Если максимальный рост почасовой производительности в развитых странах за последние 15 лет составлял 3 % (см. главу 8) в экономике, сильно подверженной влиянию иррационального начала, то ее гипотетический рост без иррационального начала должен быть гораздо выше. Если бы разница составляла всего полпроцента в год, то совокупный уровень, скажем за 50 лет, был бы на четверть выше к концу этого периода. Совершенно ясно, что отсутствие учета иррационального начала в гипотетической модели, основанной на рациональном преследовании долгосрочной личной выгоды, имеет не просто количественные последствия. Понимание того, чего человечество могло бы добиться, действуя исключительно рационально, позволило бы по меньшей мере определить верхние границы возможных экономических достижений.

## **Глава 2**

### **Кризис начинается, развивается и теряет силу**

Впервые я в полной мере осознал серьезность надвигающегося экономического кризиса после того, как 9 августа 2007 г. BNP Paribas, один из крупнейших французских банков, раскрыл информацию о том, что является крупным держателем низкокачественных американских ипотечных бумаг, по которым прекратились платежи. За этой новостью последовала масштабная интервенция Европейского центрального банка. 10 августа центральные банки США, Японии, Австралии и Канады объединили усилия с Европейским центральным банком для осуществления первой с 2001 г. совместной программы. Я был потрясен. По моему опыту, такого рода действия предпринимаются только тогда, когда центральные банки видят риск приближающегося серьезного финансового или экономического кризиса.

На тот момент наибольшие опасения вызывал финансовый сектор и сектор жилой недвижимости. Еще в начале 2007 г. корпоративные балансы и денежные потоки в нефинансовом секторе во всем мире были в наилучшем на моей памяти состоянии<sup>[29]</sup>. Однако после того как индекс S&P 500 достиг рекордного максимума 19 июля, цены акций резко пошли вниз на фоне тревожных данных по продажам новой жилой недвижимости, пессимистичного прогноза Countrywide Financial, крупнейшего ипотечного кредитора, а также вызывающих разочарование отчетов о прибылях и убытках, которые усугубляли растущие опасения относительно ситуации на рынках жилья и ипотечного кредитования.

Рынки, тем не менее, быстро преодолели плохие новости, и цены акций не только отыграли потери, но и достигли абсолютного пика 9 октября 2007 г. Однако перелом был уже не за горизонтом. С расширением кризиса цены акций развернулись и вновь стали падать. Снижение продолжалось 11 месяцев до самого краха Lehman. К моменту дефолта банка 15 сентября 2008 г. глобальные потери стоимости публично торгуемых акций достигли \$16 трлн. За несколько недель после дефолта Lehman Brothers эта сумма выросла более чем вдвое. Совокупная стоимость акций на глобальных рынках снизилась почти на \$35 трлн, т. е. сократилась более чем в два раза. Если к этому прибавить триллионные потери стоимости жилой недвижимости (\$7 трлн только в США), а также потери непубличных компаний, то размер снижения стоимости собственного капитала составит почти \$50 трлн, что эквивалентно 4/5 мирового ВВП в 2008 г.

## **Исчезновение ликвидности**

## **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.

Статья 13 (3) впоследствии была отменена законом Додда – Франка.

2.

Замечу, что Джейкоб Вулфовиц был отцом Пола Вулфовица, ставшего президентом Всемирного банка. Я был глубоко тронут, когда Пол попросил меня дать эту сноску для его детей, которые никогда не видели своего деда.

3.

Как отмечено в главе 4, на мой взгляд, в большинстве моделей уделяется недостаточное внимание обоснованию цен активов.

4.

Эффективное управление, например которое объединяет живой труд и технологии, требует представления о том, как люди взаимодействуют в иерархической структуре всех бизнес-организаций, но это лишь малая составляющая принятия нефинансовых решений.

5.

IMF, World Economic Outlook, April 2007, p. xii.

6.

Я смог лишь промямлить: «С трудом верится, что финансовый кризис, который случается раз в 100 лет, не окажет серьезного влияния на глобальную экономику».

7.

Romer, Christina, and Jared Bernstein; “The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan”; January 9, 2009.

8.

Keynes, John M., pp. 161-62.

9.

Fortune. March 1959. Это был не лучший для меня момент. Акции продолжали расти еще несколько лет.

10.

Ничтоже сумняшеся, почти 40 лет спустя, я высказал мнение о том, что иногда «страх, иррациональной или другой природы, охватывает участников рынка, и они неосознанно начинают избавляться от рискованных активов и переходить на те, которые обеспечивают безопасность и ликвидность. В результате теряются те тонкие механизмы, которые так важны для эффективного функционирования финансовых рынков». (Выступление перед Комитетом по банковской деятельности и финансовым услугам, Палата представителей США. 1 октября 1998 г.)

11.

Регрессионный анализ сам по себе характеризует только связь между переменными и вероятность того, что эта связь не случайна. Такой анализ должен сопровождаться экономической оценкой, чтобы установить причинно-следственную зависимость.



**12.**

Но экономическая модель, основанная на «экономическом», т. е. рациональном поведении человека, является не более чем первым приближением. Даже Адам Смит, основатель современной экономической теории, в «Исследовании о природе и причинах богатства народов» (1776) признавал, что реальность несколько отличается от его представлений о том, как функционируют рынки и как создается богатство в результате преследования личной выгоды.

**13.**

Мне всегда было очень интересно, как возникают такие озарения. По себе могу сказать, что если я накапливаю большое количество, казалось бы, несвязанной информации, в какой-то момент вдруг приходят новые идеи, вытекающие из этой информации. Я не имею ни малейшего представления, какие процессы при этом происходят в лобной доле мозга – это своего рода «черный ящик», из которого неожиданно появляются идеи.

**14.**

Daniel Kahneman, *Thinking, Fast and Slow* (New York: Farrar, Straus and Giroux, 2011), p. 4.

**15.**

Colin Camerer and (Cal Tech) and George Loewenstein (Carnegie Mellon), *Behavioral Economics: Past, Present, Future* (October 2002), pp .1–2.

**16.**

Sidney Homer and Richard Sylla, *A History of Interest Rates*, 3rd ed. (Rutgers University Press, 1991).

**17.**

Детям предлагали выбор: либо сразу получить одну пастилку, либо подождать 15 минут и получить две пастилки.

**18.**

Angus Maddison, *The World Economy: A Millennial Perspective*. Development Centre of the OECD, 2001. Page 28.

**19.**

Thorstein Veblen, *The Theory of the Leisure Class: An Economic Study of Institutions* (1899).

**20.**

Ори Хеффец из Корнеллского университета провел впечатляющий тест тезиса Веблена, разделив потребление товаров и услуг по принципу видимости для других. В его исследовании отмечается, что «эластичность дохода... выше, если товар виден, и ниже, если не виден». К слову, Хеффец подчеркивает историческую стабильность этой склонности, цитируя Платона: «Поскольку... внешнее довлеет над истинным и является властителем счастья, внешнему я должен посвятить себя». [Ori Heffetz, “A Test of Conspicuous Consumption: Visibility and Income Elasticities”; *The Review of Economics and Statistics* 93, no. 4 (November 2011)].

**21.**

Dorothy S. Brady and Rose D. Friedman. "Savings and the Income Distribution." *Studies in Income and Wealth*, NBER (1947), pp. 247–65.

**22.**

Выборочный анализ уровня доходов американских потребителей и их расходов публикуется Министерством труда и его предшественниками с 1888 г. Я использовал данные 21 обзора в интервале 1888–2012 гг. Исходные данные казались беспорядочными, пока я не рассчитал по каждой группе доходов отношение доли расходов к среднему доходу семьи по годам. В результате, как и Брейди с Фридман, я обнаружил, что отношение расходов к доходу для домохозяйств, получающих треть среднего дохода в стране, колеблется вокруг 1,3 (т. е. их расходы на 30 % превышают доход). Это отношение снижается до 0,8 для тех, у кого доход примерно вдвое выше среднего уровня.

**23.**

Другие склонности – временное предпочтение, стремление вырваться вперед, предпочтение местного и оптимизм – намного больше связаны с индивидуальной реакцией людей на внешние изменения.

**24.**

Без стороннего руководства в той или иной форме обычному человеку бывает слишком сложно разобраться с реальностью. Чтобы действовать, в принципе, большинству нужны инструкции, как реагировать на миллион различных ситуаций, требующих принятия решений – от вопроса, что надеть, до того, как вести себя на встрече.

**25.**

Известно, что самое страшное наказание для заключенного в тюрьму – это помещение его в одиночную камеру.

**26.**

Daniel Kahneman, p. 255.

**27.**

В редких случаях для тех, кто хочет приобрести высокий статус в общественной иерархии, более высокая цена стимулирует покупку. Впрочем, можно не без основания утверждать, что цена приобретаемого продукта включает в себя стоимость воспринимаемого повышения статуса в результате демонстрации способности купить.

**28.**

Письмо д-ру Х. Гордону. 3 мая 1949 г. – АЕА 58–217. Цит. по: Walter Isaacson, *Einstein: His Life and Universe*. New York: Simon & Schuster Paperbacks, 2007, p. 113.

**29.**

Краткосрочный долг как доля совокупных обязательств приблизился к самой низкой отметке после Второй мировой войны. Отношение ликвидных активов к краткосрочным обязательствам достигло чрезвычайно высокого уровня, а отношение рыночной стоимости собственного капитала к обязательствам обновило максимум нескольких десятилетий.