ИСТОРИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ



Книга 7

ФИНАНСОВЫЕ ПУЗЫРИ МИРОВОЙ ИСТОРИИ

от тюльпанов до доткомов

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

Финансовые пузыри мировой истории: от тюльпанов до доткомов

https://litres.ru/74737239
SelfPub; 2026

Аннотация

Тюльпаномания в Голландии, афера Компании Южных морей, крах 1929 года, японский пузырь 1980-х, доткомы и ипотечный кризис 2008 года. Каждый раз люди верили, что «на этот раз все иначе», и каждый раз ошибались. Эта книга рассказывает, как рождаются и лопаются пузыри: дешевые деньги, новая технология, жадность толпы и неизбежная паника. Вы увидите единый сценарий, который объединяет события, разделенные веками. Вы поймете психологию массовой эйфории и роль кредитного плеча. Главное — вы получите практический чек-лист признаков пузыря, который поможет распознать перегрев рынка сегодня и сохранить капитал, когда все вокруг теряют голову.

AI was used in the preparation of the book.

Содержание

Глава 1. Мыльная пена над ценой: что такое финансовый пузырь 5
Конец ознакомительного фрагмента. 27

Виталий Гурьев
Финансовые пузыри мировой истории: от тюльпанов до доткомов

Эта книга носит образовательный и познавательный характер. Ни одно из её положений не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением купить или продать какой-либо финансовый инструмент, налоговой или юридической консультацией.

Описания исторических событий, цифры и оценки основаны на открытых источниках и работах историков. Там, где данные расходятся, приведены распространённые оценки, а мнения и версии отделены от установленных фактов. Упоминания реальных компаний и людей служат иллюстрацией исторических процессов и не являются рекламой или оценкой их текущей деятельности.

Сведения о современных рынках и правилах изложены по состоянию на момент написания книги и могут измениться. Инвестиции связаны с риском, и решения о вложении денег вы принимаете самостоятельно и под свою ответственность.

Глава 1. Мыльная пена над ценой: что такое финансовый пузырь

Осенью 2021 года Артём, двадцатидевятилетний тестировщик программного обеспечения из Казани, сидел в обеденный перерыв с телефоном в руке и не мог поверить своим глазам. Монета, о которой полгода назад он впервые услышал от коллеги, подорожала в одиннадцать раз, и в общем рабочем чате все обсуждали только её. Артём перевёл в неё почти все накопления, отложенные на машину, и чувствовал себя человеком, который наконец успел на поезд. Через несколько месяцев от его вложений осталась примерно пятая часть, и он так и не смог объяснить себе, что именно произошло. Ему казалось, что его обманули, хотя никто его не обманывал, по крайней мере в привычном смысле этого слова.

В те же месяцы Ольга, сорокаоднолетний врач-педиатр из Екатеринбурга, слушала в ординаторской рассказы коллег о том, как кто-то заработал на акциях за неделю больше, чем она получает за полгода. Ольга копила сыну на первый взнос за квартиру и держала деньги на вкладе, потому что боялась рынка. При этом каждая новая история про чужую прибыль отзывалась в ней неприятным чувством, будто жизнь проходит мимо, а она стоит на перроне и смотрит вслед уходящему составу. Ольга так и не купила ничего, и через год ей бы-

ло неловко признаться себе, что она испытывает облегчение. Эти два человека будут сопровождать нас через всю книгу, потому что в каждом из них живёт часть любого из нас.

Артём и Ольга столкнулись с одним и тем же явлением, только с разных сторон. Один оказался внутри финансового пузыря, другая наблюдала за ним снаружи и мучилась сомнениями. Чтобы понять, что с ними случилось, нам придётся начать с вопроса, который кажется простым, но на котором спотыкались лучшие экономисты мира. Что такое пузырь, чем он отличается от обычного подорожания и почему его так трудно разглядеть, пока он ещё не лопнул? Ответ на этот вопрос станет фундаментом для всей книги, поэтому мы разберём его основательно.

Начнём с различия, которое станет главным инструментом в вашем арсенале: цена и стоимость актива. Представьте яблоню, которая растёт у вас на даче и каждый год приносит урожай. Если яблоня даёт сто килограммов яблок, а килограмм на рынке стоит сто рублей, то каждый год она приносит вам урожай на десять тысяч рублей. Стоимость такой яблони определяется тем, сколько яблок она принесёт за всю свою жизнь, с поправкой на то, что будущие яблоки ценятся меньше сегодняшних. Цена же яблони — это сумма, которую за неё готов заплатить конкретный покупатель в конкретный день.

Пока покупатели думают об урожае, цена яблони держится где-то рядом с её стоимостью. Кто-то готов заплатить чуть

больше, потому что надеется на хорошие годы, кто-то чуть меньше, потому что опасается засухи. Теперь вообразите, что в посёлке распространился слух, будто яблони этого сорта скоро станут редкостью. Соседи начинают покупать деревья не ради яблок, а ради того, чтобы через год перепродать их дороже. Цена яблони взлетает до миллиона рублей, хотя урожай остаётся прежним и по-прежнему приносит десять тысяч в год.

В этот момент между ценой и стоимостью возникает зазор, который ничем не объясняется, кроме ожиданий покупателей. Владелец яблони за миллион получает урожая на один процент от уплаченной суммы, тогда как банковский вклад в спокойные времена приносит в разы больше. Человек, купивший такое дерево, рассчитывает вовсе не на яблоки, а на то, что следующий покупатель заплатит ещё дороже. Именно этот зазор между ценой и тем, что актив реально способен приносить, и составляет суть пузыря. Вся остальная теория, которую мы будем разбирать, лишь уточняет и усложняет эту простую картину.

Почему же рынок, на котором торгуют тысячи умных людей, может годами держать цену далеко от стоимости? Первая причина состоит в том, что стоимость никто не знает точно. Урожай яблони можно оценить, но доходы технологической компании через десять лет предсказать невозможно, и разброс оценок между оптимистом и пессимистом бывает многократным. Вторая причина в том, что исправлять ошиб-

ку рынка дорого и опасно, потому что тот, кто ставит против завышенной цены, может разориться раньше, чем окажется прав. Третья причина связана с тем, что люди смотрят друг на друга, а не на яблоки, и рост цены сам по себе становится для них доказательством того, что актив хорош.

Отсюда следует первое важное наблюдение, которое поможет вам не путать разные явления. Далеко не каждый быстрый рост цены является пузырём, и было бы ошибкой видеть пузырь в любом подорожании. Бывает, что актив дорожает потому, что его стоимость действительно выросла: компания изобрела новый продукт, нашла богатое месторождение или захватила рынок. В таком случае цена догоняет изменившуюся реальность, а не убегает от неё. Экономисты называют это здоровым бумом, и он отличается от пузыря так же, как рост ребёнка отличается от отёка.

Отличить бум от пузыря помогает простой вопрос о том, что питает рост. При здоровом буме за ростом цены стоят растущие доходы: выручка компаний увеличивается, прибыль растёт, дивиденды повышаются, арендные платежи за недвижимость идут вверх. Цена может опережать доходы, но они движутся в одном направлении и примерно с сопоставимой скоростью. При пузыре цена растёт быстрее доходов настолько, что это невозможно объяснить никаким разумным прогнозом. Рост превращается в самоподдерживающуюся спираль: цена растёт, потому что растёт, привлекает новых покупателей, которые поднимают её ещё выше.

Хороший пример здорового бума даёт история любой компании, которая за десять лет увеличила прибыль в двадцать раз, а её акции подорожали в пятнадцать. Инвестор, купивший такие акции, получил отличный результат, хотя со стороны рост казался безумным. Обратный пример даёт компания, акции которой подорожали в двадцать раз при неизменной прибыли. Внешне графики двух компаний могут выглядеть одинаково, но под ними лежит совершенно разная почва. Первая история опирается на камень, вторая стоит на песке, который однажды уйдёт из-под ног.

Здесь возникает понятие, которое лучше других объясняет поведение участников пузыря: теория большего дурака. Суть её в том, что человек покупает актив, понимая или подозревая, что тот переоценён, но рассчитывает продать его кому-то ещё более наивному по ещё более высокой цене. Покупатель не думает о том, сколько стоит актив на самом деле, его интересует только одно: найдётся ли следующий покупатель. Пока поток новых участников не иссякает, такая стратегия приносит прибыль, причём весьма приличную. Проблемы начинаются в тот день, когда новых покупателей больше нет, и тогда последний держатель актива оказывается тем самым большим дураком, которого все искали.

Важно понять, что теория большего дурака описывает не глупость, а особый тип расчёта. Человек, покупающий яблоню за миллион, может быть вполне разумен, если он уверен, что через месяц продаст её за полтора. Его ошибка не в

арифметике, а в оценке того, как долго продлится приток новых денег. В обычной жизни мы постоянно встречаем похожие ситуации, например, когда люди покупают модные кроссовки ограниченного выпуска не для того, чтобы их носить, а чтобы перепродать. Пока мода держится, перекупщики зарабатывают, но достаточно ей смениться, как склады перекупщиков превращаются в груды ненужной обуви.

Разница между инвестицией и спекуляцией в этом свете становится вполне ясной. Инвестор покупает актив ради денежного потока, который тот приносит: ради дивидендов, процентов, арендной платы, урожая с яблони. Спекулянт покупает актив ради изменения цены, и источник его прибыли лежит не в самом активе, а в кошельке следующего покупателя. В спекуляции нет ничего преступного, и рынки без спекулянтов работали бы хуже, потому что именно они обеспечивают возможность быстро купить и продать. Беда начинается тогда, когда спекулятивный мотив вытесняет инвестиционный почти полностью и рынок превращается в игру по передаче горячей картошки из рук в руки.

Самое удивительное открытие экономистов состоит в том, что в пузырях участвуют не только наивные новички, но и профессионалы, прекрасно понимающие, что происходит. Это явление получило название рациональных пузырей. Профессиональный управляющий может видеть, что акции переоценены вдвое, и всё равно покупать их, потому что рассчитывает выйти раньше толпы. Он садится в несущийся по-

езд, зная, что впереди обрыв, но уверен, что успеет выпрыгнуть на ходу. Для него пузырь не ошибка рынка, а возможность заработать на чужой ошибке.

Исследователи, изучавшие поведение крупных фондов в периоды пузырей, обнаружили любопытную закономерность. Многие профессиональные управляющие не продавали переоценённые акции, а наоборот, наращивали их долю в портфеле в последние месяцы роста. Они делали это не по глупости, а потому, что рассчитывали оседлать волну и сойти с неё раньше других. Часть из них действительно успела выйти с большой прибылью, другая часть просчиталась с моментом и потеряла всё заработанное. Такое поведение профессионалов подбрасывает топливо в огонь, потому что их покупки служат сигналом для остальных и ещё дальше отрывают цену от стоимости.

Есть и ещё одна причина, по которой профессионалы не борются с пузырём. Управляющий, который отказывается покупать растущие акции, на протяжении года или двух показывает результат хуже, чем у конкурентов. Клиенты не готовы ждать, пока он окажется прав, и забирают деньги, переводя их тем, кто больше заработал. В итоге осторожный управляющий может потерять работу раньше, чем пузырь лопнет и подтвердит его правоту. Подробнее о том, почему профессионалам проще ошибаться вместе со всеми, мы поговорим в семнадцатой главе, посвящённой психологии толпы.

Теперь мы подходим к одной из самых глубоких идей, объясняющих природу пузырей. Её автор, американский экономист Хайман Мински, большую часть жизни оставался в тени, и широкая известность пришла к его работам уже после его смерти в 1996 году. Его гипотеза финансовой нестабильности звучит парадоксально: стабильность сама порождает нестабильность. Чем дольше экономика живёт спокойно, тем смелее становятся заёмщики и кредиторы, и тем более хрупкой становится вся система. Иначе говоря, хорошие времена незаметно готовят почву для плохих.

Мински описал три типа финансового поведения, через которые проходит экономика в долгий период спокойствия. Сначала преобладают осторожные заёмщики, чьих доходов хватает и на проценты, и на погашение основного долга. Затем появляются заёмщики, которые способны платить только проценты, а тело долга рассчитывают постоянно перекредитовывать. На последней стадии возникают заёмщики, которым не хватает доходов даже на проценты, и они могут обслуживать долг лишь при условии, что купленный актив будет постоянно дорожать. Мински назвал этот последний тип финансированием по схеме Понци, в честь знаменитого мошенника, о котором мы ещё вспомним в этой главе.

Представьте себе на примере квартиры, как работает эта лестница. Первый покупатель берёт ипотеку, платёж по которой составляет треть его зарплаты, и спокойно гасит долг. Второй берёт кредит, по которому может платить только

проценты, надеясь, что через пять лет перекредитуется на тех же условиях. Третий покупает квартиру в долг, платёж по которому вообще превышает его доход, но рассчитывает через год продать её дороже и погасить кредит с прибылью. Пока цены на квартиры растут, все три покупателя выглядят одинаково успешными, но стоит ценам остановиться, как третий немедленно разоряется, а второй оказывается под угрозой.

Ключевое наблюдение Мински заключается в том, что переход от первого типа к третьему происходит не из-за глупости людей, а из-за их рационального обучения на опыте. Если десять лет подряд цены росли, а долги без проблем перекредитовывались, разумно предположить, что так будет и дальше. Банки, видя низкий уровень невозвратов, смягчают требования, заёмщики берут больше, а регуляторы успокаиваются. Всё это выглядит как торжество здравого смысла, пока внезапно не обнаруживается, что система держится на одном-единственном допущении о вечном росте. Момент, когда это допущение рушится, позже назвали «моментом Мински», и это выражение широко разошлось после кризиса 2008 года.

Работы Мински подхватил и развил его современник, экономический историк Чарльз Киндлбергер. В 1978 году он выпустил книгу «Мании, паники и крахи», которая стала настольной для всех, кто изучает финансовые кризисы. Киндлбергер проанализировал десятки эпизодов за несколько сто-

летий и показал, что при всём разнообразии внешних обстоятельств они развиваются по удивительно похожему сценарию. Его книга выдержала множество переизданий и сегодня читается как путеводитель, по которому можно сверять любую новую манию. Именно его схему мы подробно разберём в следующей главе, превратив её в линейку для измерения каждой истории в этой книге.

Ценность подхода Киндлбергера в том, что он посмотрел на пузыри как историк, а не только как теоретик. Вместо того чтобы строить сложные математические модели, он собирал свидетельства современников, газетные публикации, письма банкиров и решения правительств. Из этого материала вырисовалась картина, в которой пузыри оказались не редкими сбоями, а повторяющимся свойством рыночной экономики. Киндлбергер с иронией замечал, что финансовые кризисы похожи на многолетние растения, которые цветут снова и снова. Эта мысль станет одной из нитей, связывающих все главы нашей книги.

Было бы нечестно скрыть от вас, что в научном мире до сих пор нет единого мнения о том, существуют ли пузыри вообще. Самый яркий спор на эту тему развернулся между двумя американскими экономистами, Юджином Фамой и Робертом Шиллером. Фама известен как автор гипотезы эффективного рынка, согласно которой цены быстро учитывают всю доступную информацию. С его точки зрения, то, что мы задним числом называем пузырём, было разумной

реакцией рынка на ожидания своего времени, которые просто не оправдались. Фама неоднократно говорил, что само слово «пузырь» его раздражает, потому что никто не умеет предсказывать его схлопывание.

Шиллер стоит на противоположных позициях и доказывает, что рынки регулярно впадают в иррациональные колебания. Ещё в начале 1980-х годов он показал, что цены акций колеблются гораздо сильнее, чем дивиденды, которые компании выплачивают. Если бы цена отражала только будущие выплаты, она двигалась бы плавнее, а реальные колебания говорят о влиянии настроений и моды. Шиллер прославился тем, что предупреждал о переоценённости рынка акций в конце 1990-х и рынка жилья в середине 2000-х, и оба раза его опасения подтвердились. Его книга «Иррациональный оптимизм», вышедшая в 2000 году, стала одной из самых цитируемых работ о поведении инвесторов.

Самое любопытное в этом споре произошло в 2013 году, когда Нобелевскую премию по экономике присудили одновременно Фаме и Шиллеру, а также их коллеге Ларсу Петеру Хансену. Нобелевский комитет отметил их вклад в эмпирический анализ цен активов. Вышло так, что высшую научную награду поделили люди, которые по главному вопросу придерживаются противоположных взглядов. Многие журналисты тогда иронизировали, что комитет не смог решить, существуют ли пузыри, и поэтому наградил обе стороны. На деле решение было глубже: оба учёных доказали важные ве-

щи, и их выводы, как ни странно, совместимы.

Фама убедительно показал, что предсказать краткосрочные движения цен почти невозможно и что обыграть рынок систематически крайне трудно. Шиллер столь же убедительно показал, что на длинных отрезках времени высокие оценки рынка предвещают низкую будущую доходность. Оба вывода верны одновременно, и для вас это имеет практический смысл. Вы не сможете угадать, в какой день лопнет пузырь, но сможете понять, что покупаете дорого и что ожидать от таких покупок высокой доходности на годы вперёд не стоит. Именно на этом сочетании скромности и здравого смысла строятся практические советы последних глав книги.

Ещё одно различие необходимо провести, прежде чем мы двинемся дальше, потому что в обыденной речи его постоянно путают. Финансовый пузырь и финансовая пирамида — это разные явления, хотя у них много общего. Пирамида является сознательным мошенничеством, где организатор с самого начала знает, что никакого реального дохода нет, и выплачивает старым участникам деньги новых. Пузырь же возникает стихийно, у него нет единого организатора, и многие его участники искренне верят в ценность того, что покупают. Мошенники могут паразитировать на пузыре, но сам пузырь мошенничеством не является.

Классический пример пирамиды дал Чарльз Понци, итальянский иммигрант, который в 1920 году в Бостоне обещал вкладчикам пятьдесят процентов прибыли за сорок пять

дней. Он утверждал, что зарабатывает на разнице в стоимости международных почтовых купонов, которые можно было выгодно обменивать в разных странах. На деле никакой торговли купонами в нужном масштабе не велось, и прибыль старым вкладчикам выплачивалась из денег новых. Схема просуществовала меньше года и рухнула, когда журналисты и власти начали задавать вопросы. Имя Понци с тех пор стало нарицательным для всех подобных схем.

Через восемьдесят восемь лет мир узнал о пирамиде куда большего масштаба. В декабре 2008 года выяснилось, что Бернард Мэдофф, уважаемый финансист и бывший председатель совета директоров биржи Nasdaq, десятилетиями управлял фондом, который был обычной пирамидой. Бумажные остатки на счетах его клиентов составляли около шестидесяти пяти миллиардов долларов, хотя реальных денег там было многократно меньше. Мэдофф выплачивал клиентам стабильные десять-двенадцать процентов годовых, не зависящие от рыночных колебаний, и именно эта подозрительная стабильность могла бы насторожить внимательного инвестора. Его схема рухнула, когда во время кризиса многие клиенты одновременно захотели забрать деньги.

Почему так важно не путать пузырь и пирамиду? Дело в том, что от пирамиды можно защититься, проверяя честность организатора, лицензии и реальность бизнеса. От пузыря так защититься нельзя, потому что все участники честны, активы реальны, компании существуют и даже приносят

доход. Проблема пузыря не в обмане, а в цене, которую люди готовы платить за реальную вещь.

Владелец акций компании, которая действительно производит компьютеры или прокладывает интернет-кабели, может потерять девяносто процентов вложений без всякого мошенничества с чьей-либо стороны. Это делает пузыри более коварными, чем пирамиды, и требует от инвестора совсем других навыков защиты.

Теперь перейдём к вопросу, который мучает всех, кто изучает пузыри. Почему они кажутся очевидными после того, как лопнули, и почти невидимыми, пока раздуваются? Психологи называют это явление ошибкой ретроспективного взгляда. Когда мы знаем, чем закончилась история, нам кажется, что все признаки были на поверхности и только слепой мог их не заметить. Однако людям, жившим внутри событий, мир казался совсем иным, потому что у них не было знания о финале.

Вспомните Артёма, который покупал монету осенью 2021 года. Сегодня легко сказать, что он купил на вершине и должен был это понимать. Однако тогда вокруг него были десятки аргументов в пользу дальнейшего роста: крупные компании объявляли о вложениях в криптовалюты, известные инвесторы делали оптимистичные прогнозы, а сама монета за год до этого уже пережила несколько коррекций и каждый раз восстанавливалась. Каждое падение, которое Артём видел раньше, заканчивалось новым ростом, и это укрепляло

его уверенность. Знание о том, что очередное падение окажется последним, было ему недоступно по определению.

Здесь кроется важная ловушка, в которую попадают и новички, и опытные инвесторы. Тот, кто заранее кричит о пузыре, почти всегда оказывается прав слишком рано. Если вы объявили рынок переоценённым и продали все активы, а рынок продолжает расти ещё три года и удваивается, ваша правота в конце может уже не иметь значения. Даже после падения цена может остаться выше той, по которой вы продали. Получается, что быть правым относительно пузыря и заработать на этом знании — совершенно разные задачи, и вторая куда сложнее первой.

Знаменитый пример такой преждевременной правоты дал председатель Федеральной резервной системы США Алан Гринспен, произнёсший в 1996 году слова об иррациональном изобилии на рынке. Об этом эпизоде мы подробно расскажем в тринадцатой главе, но уже сейчас стоит отметить главный урок. После его предупреждения рынок рос ещё более трёх лет, и тот, кто прислушался к нему сразу, упустил огромную прибыль. Поэтому в этой книге мы будем говорить не о попытках угадать вершину, а о том, как распознавать перегрев и защищать капитал, не делая ставку на точную дату краха. Это разные навыки, и второй гораздо полезнее первого.

Есть ещё одна причина, по которой пузыри трудно разглядеть изнутри: в самом начале они почти всегда опираются

на что-то настоящее. Новая технология действительно меняет мир, новый рынок действительно открывается, реформа действительно улучшает экономику. Люди, которые в начале роста говорят, что происходит нечто важное, совершенно правы. Ошибка возникает позже, когда реальное изменение начинают оценивать так, будто оно принесёт бесконечные богатства немедленно и всем. Граница между обоснованным оптимизмом и безумием размыта, и никто не может провести её в момент пересечения.

Справедливо будет спросить, какие активы чаще всего становятся объектом пузырей. Ответ может удивить: практически любые. В этой книге вы встретите цветочные луковицы, акции торговых компаний, железные дороги, земельные участки во Флориде, серебро, японскую недвижимость, интернет-компании, ипотечные облигации и цифровые монеты. Объединяет их не природа актива, а способность вызвать у людей ощущение, что они нашли путь к лёгкому богатству. Чем сложнее оценить стоимость актива, тем легче возникает пузырь, потому что фантазии ничем не ограничены.

Теперь посмотрим на обратную сторону медали, о которой редко говорят. Лопнувшие пузыри разоряют людей, но иногда оставляют после себя то, чем общество пользуется десятилетиями. В конце XVIII века в Англии разразилась канальная мания, когда инвесторы вкладывали деньги в строительство судоходных каналов, многие из которых так и не принесли ожидаемой прибыли. Вкладчики потеряли день-

ги, однако сами каналы остались и десятилетиями служили транспортными артериями для промышленной революции. Деньги инвесторов фактически оплатили инфраструктуру, которой затем пользовалась вся страна.

Похожая история повторилась с железными дорогами в XIX веке и с оптоволоконными сетями на рубеже XX и XXI веков. Тысячи километров рельсов и кабелей, проложенных на волне эйфории, были построены с огромным избытком, и компании-строители разорились. Позже эти рельсы и кабели оказались востребованы, и новые владельцы, купившие их за бесценок на распродажах банкротов, получили прекрасную инфраструктуру по смешной цене. Экономисты иногда называют такие пузыри продуктивными, в отличие от пузырей, которые оставляют после себя лишь долги и пустые обещания. Тюльпаны и цифровые картинки, в отличие от рельсов, ничего полезного обществу не оставили.

Это различие важно для инвестора, хотя и не утешает того, кто потерял деньги. Если вы купили акции железнодорожной компании на пике мании, ваши потери будут реальными, даже если через двадцать лет по этой дороге поедут миллионы пассажиров. Выгоду от продуктивного пузыря получает общество в целом и те, кто купил активы после краха, а не те, кто финансировал строительство на вершине. Позиция инвестора, который оплачивает прогресс своим капиталом, благородна, но разорительна. Поэтому, восхищаясь технологией, всегда стоит отделять её значение для мира от

цены, которую вы платите за акции.

Подведём промежуточный итог того, что нужно запомнить из этой главы, прежде чем мы перейдём к теории стадий. Пузырь возникает там, где цена отрывается от стоимости, то есть от способности актива приносить доход. Он отличается от здорового бума тем, что рост цены не подкреплён ростом доходов и поддерживает сам себя. В нём участвуют не только наивные новички, но и расчётливые профессионалы, надеющиеся выйти раньше других. Долгие периоды стабильности, как показал Мински, делают систему уязвимее, потому что люди учатся брать на себя всё больший риск.

Давайте теперь проверим эти идеи на конкретном расчёте, чтобы они не остались абстракцией. Допустим, вы рассматриваете покупку небольшой квартиры за шесть миллионов рублей, которую можно сдавать за тридцать тысяч рублей в месяц. Годовая аренда составит триста шестьдесят тысяч рублей, а за вычетом налогов, ремонта и простоев примерно триста тысяч. Это пять процентов годовых на вложенные деньги, что вполне сопоставимо с другими способами вложения в спокойное время. Цена квартиры и её способность приносить доход находятся в разумном соотношении.

Теперь представьте, что за два года цена той же квартиры выросла до двенадцати миллионов, а аренда поднялась лишь до тридцати трёх тысяч. Годовой доход за вычетом расходов составит около трёхсот тридцати тысяч, то есть примерно

2,75 процента от новой цены. Покупатель за двенадцать миллионов получает доходность почти вдвое ниже, чем прежний, и рассчитывает компенсировать это только дальнейшим ростом цены. Если вы слышите, что «квартиры всегда дорожают», задайте себе вопрос, за что вы платите: за аренду или за надежду. Этот простой расчёт по формуле «доход, делённый на цену» станет одним из инструментов, к которым мы вернёмся при составлении чек-листа.

Обратите внимание, что в этом примере никто никого не обманывал. Квартира настоящая, аренда настоящая, продавец честный, документы в порядке. Единственная проблема состоит в том, что цена ушла далеко вперёд от дохода, и теперь всё зависит от того, найдётся ли следующий покупатель по ещё более высокой цене. Если рынок остановится, владелец квартиры за двенадцать миллионов будет годами получать скромную доходность и не сможет продать без убытка. Если рынок развернётся, он потеряет часть капитала, которую потом будет отыгрывать десятилетиями.

Распространённая ошибка новичков состоит в том, что они путают качество актива с качеством покупки. Отличная квартира в хорошем районе, отличная компания с сильным брендом или перспективная технология могут быть ужасной покупкой, если вы платите за них слишком много. Верно и обратное: посредственный актив иногда бывает выгодной покупкой, если его продают очень дёшево. Пузыри почти всегда раздуваются вокруг хороших и модных активов,

потому что именно в них люди охотнее всего верят. Осознание этого различия защитит вас от многих дорогих разочарований.

Вторая типичная ошибка заключается в убеждении, что высокая цена сама по себе свидетельствует о качестве. Человек рассуждает так: если столько людей готовы платить такие деньги, значит, они что-то знают. Это рассуждение кажется логичным, но оно ставит причину и следствие с ног на голову. Высокая цена говорит лишь о том, что покупатели готовы платить много, и ничего не говорит о том, правы ли они. В истории полно примеров, когда миллионы людей одновременно ошибались относительно одного и того же актива.

Третья ошибка касается времени и связана с фразой, которую вы будете встречать в каждой главе этой книги. Люди говорят, что на этот раз всё иначе, что старые правила оценки больше не работают и что новая эпоха требует новых подходов. Иногда это действительно так, потому что мир меняется и некоторые отрасли действительно переживают революцию. Однако математика доходности остаётся прежней: актив, который стоит в сто раз больше своего годового дохода, требует столетия, чтобы окупиться. Никакая революция не отменяет этого расчёта, она может лишь сделать будущий доход больше, и вопрос в том, насколько больше.

Чтобы закрепить понимание, попробуйте применить эти идеи к собственному опыту. Вспомните, когда в последний раз вы слышали от знакомых историю о том, как кто-то быст-

ро разбогател на каком-то активе. Спросите себя, на чём был основан этот рост: на доходах актива или на ожиданиях покупателей. Подумайте, могли бы вы объяснить, сколько этот актив приносит в год, и сравнить это с его ценой. Такое упражнение кажется простым, но большинство людей никогда не задают себе этих вопросов, и именно поэтому пузыри повторяются из века в век.

Вернёмся ненадолго к Ольге, которая так и не решилась купить акции, о которых рассказывали коллеги. Её сдержанность была продиктована не знанием, а страхом, и в этом есть своя опасность. Страх, который уберёг её от одного пузыря, может удержать её и от разумных вложений, когда рынок будет дешёвым и выгодным. Задача этой книги не в том, чтобы напугать вас и сделать противником любого риска. Задача в том, чтобы заменить смутную тревогу ясным пониманием, при котором вы покупаете тогда, когда это оправдано, и воздерживаетесь тогда, когда цена оторвалась от реальности.

Артёму же предстоит другой путь: ему нужно понять, что произошло с ним не случайно и что его ошибка повторялась миллионами людей на протяжении четырёх столетий. Это знание не вернёт ему потерянные деньги, но поможет не повторить ошибку в следующий раз, когда появится новая монета, новая технология или новое чудо, обещающее лёгкое богатство. Каждая следующая глава будет рассказывать историю, в которой Артём узнал бы себя, если бы жил в дру-

гом веке. Голландский торговец луковицами, парижский покупатель акций, лондонский клерк и нью-йоркский чистильщик обуви переживали то же, что и он. Разница лишь в декорациях и в названиях активов.

Мы выяснили, что пузырь — это не загадочная катастрофа, а понятное явление, имеющее свою логику и свои закономерности. Цена отрывается от стоимости, профессионалы и новички вместе раскручивают спираль, стабильность притупляет осторожность, а честные активы становятся опасными из-за непомерной цены. Учёные спорят о деталях, но сходятся в главном: предсказать дату краха невозможно, а распознать переоценённость вполне реально. Однако одно дело знать, из чего состоит пузырь, и совсем другое — понимать, как он развивается во времени. В следующей главе мы разберём пять стадий, через которые проходит каждый пузырь, от первого толчка до последней паники, и получим линейку, которой будем мерить все истории этой книги.

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.